

Comunicação enviada por  
correio electrónico para:  
**5COF@ar.parlamento.pt**

**M.I. Presidente da Comissão de Orçamento e Finanças**  
**Exmo. Senhor Deputado Filipe Neto Brandão**  
Assembleia da República  
Divisão de Apoio às Comissões  
Palácio de São Bento  
1249-068 Lisboa

Lisboa, 1 de Junho de 2020

N/ Ref.ª: AEM/ASF/750

Assunto: **AEM - Parecer sobre a Proposta de Lei n.º 12/XIV/1.ª**

**Exmos. Senhores,**

A AEM - ASSOCIAÇÃO DE EMPRESAS EMITENTES DE VALORES COTADOS EM MERCADO (“AEM”), na qualidade de representante das empresas emitentes portuguesas, vem, por este meio e após consulta às sociedades suas associadas, pronunciar-se sobre a Proposta de Lei que procede à transposição da Directiva relativa ao exercício de certos direitos dos accionistas de sociedades cotadas, no que se refere aos incentivos ao envolvimento dos accionistas a longo prazo (doravante a “**Proposta de Lei**”).

Agradecendo antecipadamente a melhor atenção de V. Exas. em relação ao Parecer e posições apresentadas no documento anexo, fica esta Associação ao dispor para todos os esclarecimentos que V. Exas. entendam por pertinentes.

Com os nossos melhores cumprimentos,

**Pela Direcção da AEM,**

Assinado de forma  
digital por  
**Abel Sequeira Ferreira**  
01/06/20 19:54:39

**Abel Sequeira Ferreira**

*Director Executivo*

ANEXO: Parecer sobre a Proposta de Lei n.º 12/XIV/1.ª– “Transpõe a Diretiva (UE) n.º 2017/828, relativa a direitos dos acionistas de sociedades cotadas no que concerne ao seu envolvimento a longo prazo”.

**PARECER DA AEM SOBRE A PROPOSTA DE LEI n.º 12/XIV/1.<sup>a</sup>**  
**“Transpõe a Directiva (UE) n.º 2017/828, relativa a direitos dos acionistas**  
**de sociedades cotadas no que concerne ao seu envolvimento a longo prazo”**  
**JUNHO DE 2020**

**A. Considerações Gerais**

1. A AEM agradece à Comissão de Orçamento e Finanças (“COF”) a oportunidade concedida para apresentar os seus comentários e acolhe de forma positiva a transposição da Directiva supramencionada, saudando, no geral, as alterações efectuadas em relação à redacção do Anteprojecto de Transposição da Directiva (UE) n.º 2017/828, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de Maio de 2017, bem como as alterações efectuadas em relação à redacção do anterior Projecto de Proposta de Lei.

Em particular, e para além das revisões formais do Anteprojecto materializadas no Projecto de Proposta de Lei, a AEM congratula-se com o acolhimento das sugestões de alteração anteriormente apresentadas quanto aos artigos 26.º-B, n.º 1, e 249.º-C (embora apenas de modo parcial quanto a este artigo), ambos do CVM, e com o acolhimento das sugestões de alteração posteriormente apresentadas ao Projecto de Proposta de Lei, que resultaram na passagem dos temas do exercício do direito e voto e de identificação dos accionistas para o capítulo IV do Título I, bem como com a introdução de alterações nos artigos 249.º-A, 249.º-B, 251.º-A e 251.º-B na Proposta de Lei, pese embora os comentários da AEM relativamente a estes últimos artigos terem sido acolhidos de modo essencialmente formal e parcial.

2. Sem prejuízo, é muito importante ter presente que a Proposta de Lei em apreço vai concretizar-se num momento em que o mercado de capitais nacional se encontra numa situação de particular vulnerabilidade, e em que o sobrepeso regulatório que nos últimos anos tem recaído sobre as sociedades cotadas tem contribuído para múltiplos *delistings* e para a redução drástica do número de novas entradas em Bolsa (o número de empresas cotadas no mercado regulamentado corresponde hoje a menos de um terço do que o número de empresas cotadas no final da década de 1990).

Esta situação, como é natural, tenderá ainda a agravar-se no quadro de redução da actividade económica resultante do impacto da pandemia COVID-19, com graves consequências na operação das empresas.

Neste contexto, a transposição da Directiva europeia em causa deve considerar, nos seus objectivos de fundo, a necessidade de promoção e desenvolvimento do mercado português, como fonte de financiamento complementar ao serviço das empresas, ensejo para o qual se mostra fundamental a redução do caudal normativo excessivo, nomeadamente através da prevenção do *goldplating*.

É neste quadro que ainda persistem alguns aspectos na Proposta de Lei que, no entendimento da AEM, poderão ser aperfeiçoados ou corrigidos, como melhor analisaremos nos pontos seguintes.

**3.** Paralelamente, deve notar-se que o presente processo de transposição, que deveria ter sido concluído até 10 de Junho de 2019, ocorre igualmente num momento em que, quanto ao regime jurídico aplicável às sociedades cotadas, se encontra em curso um processo de revisão do Código dos Valores Mobiliários (“**CVM**”), em tempo oportuno promovido pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (“**CMVM**”) e para o qual a AEM também contribuiu.

A revisão do CVM prossegue objectivos conhecidos de (i) simplificação e redução dos encargos e barreiras regulatórias; (ii) previsibilidade e segurança jurídica; (iii) opção por soluções flexíveis e proporcionais, promotoras de maior competitividade, termos em que parte muito relevante das alterações propostas incide sobre matérias de interesse para emitentes, em particular no contexto de operações de mercado, designadamente em matéria de simplificação e eliminação de deveres de reporte.

No entendimento da AEM, estas duas reformas legislativas, respeitantes ao direito das sociedades cotadas e que introduzirão alterações muito significativas no panorama legal vigente, devem ocorrer em simultâneo, e não através de modificações faseadas eventualmente separadas por poucas semanas ou meses, de modo a, por um lado, proporcionar uma visão de conjunto e um quadro legislativo de maior qualidade, e, por outro lado, prevenir a indesejável sobreposição de processos legislativos, com possível contradição de soluções e com um risco muito elevado de fazer aumentar ainda mais a fadiga regulatória já existente.

A proposta de anteprojecto de revisão do CVM, que a CMVM concluiu em devido tempo, incluindo quanto à documentação da consulta pública, aguarda, desde pelo menos Dezembro de 2019, o indispensável impulso governativo.

Ora, no momento actual, a concretização da transposição da Directiva europeia fora do quadro da revisão do CVM irá criar mais um iniludível factor de pressão sobre o bom funcionamento do mercado de valores mobiliários, na medida em que, diferentemente da Directiva, a revisão do Código pretende dotar o sistema de instrumentos necessários que permitam conjugar a protecção dos investidores com o desenvolvimento do mercado como opção de financiamento das empresas nacionais, aspecto que a Directiva praticamente ignora.

**Face ao exposto, a AEM propõe que o Parlamento recomende ao Governo de Portugal o lançamento imediato e sem mais delongas da consulta pública sobre a revisão do CVM e subsequente preparação da correspondente Proposta de Lei.**

**No entretanto, é entendimento da AEM que, idealmente, o Parlamento deverá aguardar pela Proposta de Lei de revisão do CVM e só depois prosseguir, de forma conjunta e articulada, o processo parlamentar de aprovação da presente Proposta de Lei e da revisão do CVM.**

4. Por último, e ainda em sede de comentários transversais, cabe referir que permanece a necessidade de revisão formal da Proposta de Lei, devendo ser corrigidos erros de dactilografia, como, por exemplo, o constante do novo artigo 249.º-A, n.º 2, do CVM, no qual, onde se lê “sociedade emitente de ações admitida à negociação”, s.m.o. deve ler-se “sociedade emitente de ações admitidas à negociação”.

Adicionalmente, parece necessário proceder à revisão do artigo 93.º do CVM, assegurando a congruência entre o texto da nova alínea c) proposta e o texto do preâmbulo do artigo, os quais, nos actuais termos da Proposta de Lei, não se coadunam.

## **B. Proposta de Artigo 22.º-A do CVM**

5. No proposto artigo 22.º-A do CVM deve ser aditado um novo número (n.º 4), no qual se explique qual o procedimento efectivamente a adoptar quando existam cadeias de intermediários financeiros, à semelhança do disposto na 2.ª parte do 3.º parágrafo do n.º 2 do

artigo 3.º-C da Directiva, preceito que, por razões que se desconhecem, parece ter sido ignorado na produção da Proposta de Lei.

Propõe-se a este propósito a seguinte redacção:

*“Quando exista uma cadeia de intermediários financeiros, a confirmação deverá ser transmitida sem demora entre os intermediários, salvo se for transmitida diretamente pelo intermediário ao acionista ou a um terceiro designado pelo acionista.”*

**6.** No mesmo sentido, julgamos importante que se enfatize que o exercício dos direitos dos accionistas pelos intermediários financeiros está dependente de autorização explícita e de instruções do accionista e de que o exercício deve ser feito em benefício do accionista, à semelhança do que é referido na alínea b) do n.º 1 do artigo 3.º-C da Directiva, preceito que, por razões que se desconhecem, parece ter sido igualmente ignorado na produção da Proposta de Lei.

### **C. Proposta de Artigos 26.º-A a 26.º-F do CVM**

**7.** No âmbito do regime de *say on pay*, o artigo 26.º-B deve referir de forma expressa que, em coerência com a distribuição de competências em matéria remuneratória fixada nos artigos 399.º e 429.º do Código das Sociedades Comerciais, a votação sobre a política de remuneração tem natureza consultiva, conclusão que não é prejudicada pela necessidade de submeter a proposta revista à Assembleia Geral, em caso de não aprovação, dado o teor do artigo 26.º-F.

**8.** No n.º 2 do artigo 26.º-B, onde se lê “conselho de administração”, deve substituir-se a referência feita por “órgão de administração”, de forma a dar cobertura, igualmente, à situação das sociedades com modelo de governo societário dualista.

**9.** Do ponto de vista sistemático, parece fazer mais sentido que o artigo 26.º-F surja logo após o artigo 26.º-B, uma vez que este se refere à aprovação da política de remuneração e aquele à vigência das práticas remuneratórias e de políticas de remuneração na pendência da aprovação da assembleia geral.

**10.** Por fim, a pura e simples revogação da Lei n.º 28/2009, de 19 de Junho, parece poder criar vazios normativos não intencionais.

Com efeito, o âmbito subjectivo daquela lei é mais amplo do que o âmbito da proposta, assinalando-se, em especial, que, com esta opção, ficariam de fora do âmbito de aplicação as sociedades gestoras de fundos de capital de risco e de fundos de pensões, os fundos de titularização de créditos, as empresas de seguros e resseguros, fundos de pensões e as empresas públicas que, durante dois anos consecutivos, apresentem um volume de negócios superior a € 50 000 000, ou um activo líquido total superior a € 300 000 000.

#### **D. Proposta de Artigos 29.º-B a 29.º E do CVM**

**11.** Relativamente aos preceitos supracitados, considera a AEM ser essencial assegurar a congruência entre o disposto no artigo 29.º-B do CVM, na redacção dada pela Proposta de lei, com o disposto tanto no artigo 3.º-A da Directiva como com o disposto na própria Exposição de Motivos da Proposta de Lei.

Na verdade, como refere o n.º 3 do art.º 3.º-A da Directiva, “os Estados-Membros devem assegurar que a sociedade possa obter as informações relativas à identidade dos accionistas junto de qualquer intermediário da cadeia de intermediários detentor das informações.”, em conformidade com o respectivo Considerando (12), no qual se destaca que “os intermediários de países terceiros que prestam serviços relativos a ações de sociedades com sede social na União e cujas ações estão admitidas à negociação num mercado regulamentado situado ou em funcionamento na União deverão estar sujeitos às regras de identificação dos acionistas, de transmissão da informação, de facilitação dos direitos dos acionistas e de transparência e não discriminação dos custos, a fim de assegurar a aplicação efetiva das disposições relativas às ações detidas através desses intermediários”.

**12.** A redacção proposta dos artigos 29.º-B e C não faz menção ao conceito de “cadeia de intermediários”, nem à necessidade de transmissão de informação entre todos os intermediários até ao final dessa cadeia, pelo que importa introduzir este conceito, expressamente, na respectiva redacção, por forma a assegurar que a informação não é prestada apenas ao nível dos custodiantes directos.

Ou seja, a redacção dos novos preceitos legais deve tornar suficientemente claro que a obrigação de fornecimento das informações relativas à identidade dos accionistas, a cargo dos intermediários financeiros participantes no sistema centralizado, deve ser cumprida de modo completo, percorrendo a totalidade da cadeia de informações e assegurando, pois, às sociedades cotadas, a identificação das pessoas ou entidades que, para os devidos efeitos

jurídicos, devam ser reconhecidos como seus accionistas, não bastando a identificação da entidade que a lei estabelece como sendo titular custodiante da conta de registo individualizado.

Neste sentido, o texto da lei deve ser suficientemente claro, não deixando margem para dúvidas quanto à informação que deve ser fornecida, a qual, em especial no que se refere aos investidores institucionais, não é meramente a que respeita à identificação dos bancos custodiantes, mas sim a informação relativa ao accionista, desta forma, portanto, permitindo ultrapassar a situação actualmente enraizada, que não é satisfatória e que envolve elevados custos para as sociedades cotadas.

No mesmo sentido, a AEM considera positivo, bem como essencial, que a informação em causa possa ser solicitada relativamente a todos os accionistas, independentemente da dimensão da sua participação no capital ou direitos de voto, portanto, concordando e apoiando esse aspecto da transposição levada a cabo através da Proposta de Lei.

**13.** No que respeita à proposta de artigo 29.º-C do CVM, a Proposta de Lei não define claramente o tipo de informação que as sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado devem disponibilizar aos intermediários financeiros, através da entidade gestora de sistema centralizado, quanto ao exercício dos direitos inerentes às acções e que são dirigidas a todos os accionistas detentores de acções dessa categoria.

A AEM entende que a Proposta de Lei deve clarificar, com exactidão, qual o tipo de informação que as sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado devem disponibilizar aos intermediários financeiros, através da entidade gestora de sistema centralizado, ou, em alternativa, para harmonização de interpretações e consistência do enquadramento jurídico nacional, e considerando que a Interbolsa divulga circulares sobre esta mesma matéria densificando qual a informação que deve ser-lhe enviada, esta norma deverá conter uma menção de remissão para esse efeito.

Para este efeito a norma poderá dizer, por exemplo: “nos termos que vierem a ser regulamentados pela entidade gestora do sistema centralizado”.

**14.** O n.º 2 do artigo 29.º-C do CVM com a epígrafe “Transmissão de Informações”, ao estabelecer que as informações a que se refere o seu n.º 1 são prestadas através de entidade gestora de sistema centralizado, é, todavia, omissivo quanto ao procedimento a adoptar para esse efeito por essa entidade, pelo que é necessário que a norma determine, e acrescente,

que aquela entidade gestora deve adoptar e publicar, através de Circular, o indispensável procedimento.

15. Do ponto de vista formal, parece-nos ainda que o n.º 1 do artigo 29.º-D ganharia em clareza com o seu desdobramento em duas alíneas, termos em que a AEM propõe a adopção da seguinte redacção:

*“Sem prejuízo dos termos gerais previstos no Código das Sociedades Comerciais e no artigo 23.º do presente código, os intermediários financeiros que prestem os serviços previstos na alínea a) do artigo 291.º tomam as medidas necessárias para que os accionistas da sociedade emitente de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado possam exercer os direitos inerentes às acções, nomeadamente, o de participar e votar nas assembleias gerais:*  
*a) Directamente ou por terceiro por si nomeado, ou b) Através do próprio intermediário financeiro, sempre no interesse do accionista e mediante a sua autorização explícita e na base de instruções por ele transmitidas.”*

16. A AEM acolhe ainda positivamente a previsão, na proposta de artigo 29.º-E do CVM, da divulgação ao público dos encargos aplicáveis pelos serviços prestados ao abrigo do disposto no artigo 29.º -B do CVM, regra que, no entender da AEM, deverá contribuir para a existência de maior transparência no mercado.

#### **E. Proposta de Alteração aos Artigos 85.º e 93.º**

17. A AEM acolhe positivamente as previsões a incluir nos artigos 85.º e 93.º do CVM.

De facto, a consagração da obrigação de as entidades registadoras de valores mobiliários escriturais deverem prestar as informações que lhe sejam solicitadas pelos emitentes, em relação a elementos constantes das contas de valores mobiliários necessários para a identificação dos respectivos titulares ou para o exercício de direitos inerentes aos mesmos, bem como a previsão do direito, conferido às sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado, de solicitar, à entidade gestora do sistema centralizado, as informações relativas à identidade dos accionistas, constituem aspectos nucleares do processo de transposição da Directiva, essenciais para assegurar o adequado envolvimento dos accionistas no governo societário e, em especial, nas reuniões de Assembleia Geral das empresas.



**18.** A AEM propõe que seja acrescentado um novo número no artigo 93.º do CVM, que assegure que a comunicação pelo intermediário financeiro das informações relativas à identidade dos accionistas não viola qualquer restrição contratual, legislativa, regulamentar ou administrativa, à semelhança do disposto no n.º 6 do artigo 3.º-A da Directiva, preceito que, por razões que se desconhecem, parece ter sido ignorado na produção da Proposta de Lei.

#### **F. Proposta de Artigo 245.º-C do CVM**

**19.** A redacção proposta na alínea c) do art.º 245.º-C, n.º 2, a saber, *“a variação anual da remuneração, do desempenho da sociedade e da remuneração média de trabalhadores em termos equivalentes a tempo inteiro da sociedade, excluindo os membros dos órgãos de administração e de fiscalização, durante os últimos cinco exercícios, apresentadas em conjunto e de modo a permitir a sua comparação”* introduziu uma alteração de sintaxe em face da proposta da Directiva, a qual refere que *“a variação anual da remuneração, do desempenho da sociedade e da remuneração média em termos de equivalente a tempo inteiro dos empregados da sociedade, excluindo os administradores, durante os últimos cinco exercícios, apresentadas em conjunto de modo a permitir a sua comparação”*.

Esta modificação, para a qual não se encontra justificação, é relevante e susceptível de introduzir justificadas dúvidas interpretativas de todo indesejáveis nesta matéria, pelo que se recomenda que o actual texto da Proposta de Lei seja modificado no sentido de manter e respeitar o texto original da Directiva.

#### **G. Proposta de Artigo 249.º-A do CVM**

**20.** Nos termos do disposto no artigo 9.º-C, n.º 5, da Directiva, compete ao órgão de administração ou de supervisão das sociedades emitentes estabelecer um procedimento interno para avaliar periodicamente se as transacções que as sociedades emitentes efectuem com partes relacionadas são realizadas no âmbito da sua actividade corrente e se são celebradas em condições de mercado.

Diferentemente, de acordo com o texto do novo artigo 249.º-A, n.º 1, primeira parte do CVM, na versão apresentada na Proposta de Lei, pretende passar-se a prever que o procedimento interno seja aprovado pelo conselho de administração ou conselho de administração executivo, com parecer prévio vinculativo do órgão de fiscalização.

**21.** Nestes termos, o n.º 1 do artigo 249.º-A não se afigura claro quanto ao cumprimento do seu objectivo principal de fiscalização das transacções entre partes relacionadas.

As sociedades devem implementar um procedimento interno, a ser aprovado pelo órgão de administração, que permita verificar, periodicamente, se a realização de transacções com partes relacionadas cumpre os requisitos previstos, nomeadamente serem realizadas (i) no âmbito da actividade corrente da sociedade e (ii) em condições de mercado.

Pelo que, neste âmbito, a dependência de um parecer prévio vinculativo do órgão de fiscalização na verificação periódica a realizar, no proposto n.º 1 do artigo 249.º-A, afigura-se destituída de sentido.

Em nossa opinião, o órgão de fiscalização deverá sim transmitir o seu parecer relativamente à viabilidade das futuras transacções, tal como, aliás, já se explica no n.º 2 do artigo 249.º-A, relativamente às transacções entre partes relacionadas que não preenchem os requisitos previstos.

Em qualquer caso, a exigência de submissão do procedimento interno à aprovação do órgão de administração ou de supervisão das sociedades emitentes é bastante diferente da exigência de submissão do procedimento interno à aprovação do conselho de administração ou do conselho de administração executivo, com parecer prévio vinculativo do órgão de fiscalização, tendo implicações relevantes para o bom funcionamento dos modelos de governo das sociedades emitentes em questão.

**22.** Como é do conhecimento de V. Exas., a AEM defende, como princípio geral, uma orientação regulatória transversal que permita assegurar o acolhimento atempado de normas comunitárias evitando a adição de exigências domésticas suplementares na transposição dos respectivos textos, bem como a opção pela previsão de disposições mais exigentes quando, como é o caso, a adopção de disposições menos exigentes permite o correcto e adequado cumprimento dos deveres impostos pelas normas comunitárias em causa.

De facto, sempre que se verifica o acrescento de imposições nacionais aos regimes europeus em transposição, bem como a opção por medidas mais exigentes do que o necessário para assegurar o correcto e adequado cumprimento dos deveres impostos pelas normas comunitárias, são suscitados naturais inconvenientes, em prejuízo das empresas nacionais e do mercado português, penalizando os operadores portugueses em face dos seus concorrentes europeus e reduzindo a competitividade do mercado de capitais nacional.

Na verdade, este tipo de medidas constitui, em termos gerais, um factor de depressão do nosso mercado de capitais, desvirtuando o *level playing field* comunitário e criando assimetrias e distorções concorrenciais injustificadas e penalizadoras entre as entidades portuguesas e as demais entidades europeias, fomentando o *forum shopping* e o êxodo do investimento de Portugal.

Em nosso entender, os processos de acolhimento do direito europeu em Portugal devem ser unificados pela ideia de contribuir para que Portugal tenha legislação mais clara, mais certa, e mais transparente, de conhecimento mais facilmente apreensível e de melhor aplicação, mas minimizando sempre ao máximo os eventuais prejuízos que desse acolhimento possam resultar para as empresas nacionais e para a economia portuguesa.

Pelos motivos expostos, e tendo em vista garantir que não sejam aplicados às sociedades emitentes nacionais deveres mais gravosos do que os aplicáveis aos seus concorrentes europeus, a AEM considera que a Proposta de Lei deve passar a prever, apenas, a exigência de submissão do procedimento interno à aprovação do órgão de administração ou de supervisão das sociedades emitentes.

Deste modo, ficará garantida a conformidade entre a norma transposta e a norma de transposição, desonerando as sociedades cotadas da necessidade de, também nesta matéria, terem de, permanentemente, explicar e esclarecer os seus investidores internacionais sobre as constantes diferenças do quadro legal português relativamente aos congéneres europeus.

**23.** Já quanto ao n.º 4 do artigo 249.º-A, para a definição de “Parte Relacionada”, o Regulamento (CE) n.º 1606/2002, por si só, não define “Partes relacionadas”, pelo que deve ter-se igualmente em consideração o Regulamento (UE) N.º 632/2010 da Comissão, de 19 de Julho de 2010, que altera o Regulamento (CE) n.º 1126/2008, que adopta certas normas internacionais de contabilidade nos termos do Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho, no que diz respeito à Norma Internacional de Contabilidade (IAS) 24 e à Norma Internacional de Relato Financeiro (IFRS) 8.

A Directiva estabelece que “ao definirem as transacções relevantes, os Estados-Membros devem estabelecer um ou mais rácios quantitativos com base no impacto da transacção sobre a posição financeira, nos proveitos, nos activos, na capitalização, incluindo o capital próprio, ou no volume de negócios da sociedade, ou ter em conta a natureza da transacção e a posição da parte relacionada”.

Assim, neste caso, ao fazer-se referência à necessidade de estabelecer rácios quantitativos, parece ser insuficiente a mera remissão somente para o Regulamento n.º 632/2010.

#### **H. Proposta de Artigo 249.º-B do CVM**

**24.** A AEM considera positiva a alteração efectuada em sede do disposto no novo artigo 249.º-B, n.º 3, do CVM, o qual passa a fazer referência ao activo consolidado da sociedade e não ao activo consolidado da filial, como se previa no Anteprojecto, assegurando-se desta forma que as transacções entre partes relacionadas e as filiais das sociedades emitentes estejam sujeitas ao mesmo critério de relevância que as transacções celebradas entre partes relacionadas e as próprias sociedades emitentes.

Sem prejuízo, a AEM sugere que o novo artigo 249.º-B, n.º 1 e 3, do CVM, seja alterado tendo em consideração o seguinte:

Nos termos do disposto no novo artigo 249.º-B, n.º 1 e 3, do CVM, estão sujeitas a divulgação pública as transacções com partes relacionadas cujo valor seja igual ou superior a 2,5% do activo consolidado da sociedade emitente.

Tendo em consideração que, em princípio, a determinação do activo consolidado de uma sociedade pressupõe que esta procede à consolidação de contas com as sociedades por si dominadas (i.e., com as suas filiais), a AEM considera que deve ser aproveitada esta oportunidade para, no âmbito da Proposta de Lei, se esclarecer que, para efeitos da aplicação do critério de relevância previsto nas normas em apreços (i.e., transacções celebradas com partes relacionadas cujo valor seja igual ou superior a 2,5%), importa considerar o total dos activos do grupo a que a sociedade emitente em causa pertence, independentemente de haver lugar à consolidação de contas (o que pode efectivamente ocorrer nos casos em que esteja em causa uma sociedade dominada – i.e., uma filial – que, por ter essa qualidade e em face da consolidação a que terá de proceder a sociedade emitente dominante, se encontra dispensada de proceder à consolidação de contas com as sociedades que, por seu turno, domina).

**25.** Nos termos do disposto no novo artigo 249.º-B, n.º 1, parte final, do CVM, as sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado divulgam publicamente as transacções com partes relacionadas o mais tardar no momento em que forem realizadas.

A AEM nota que a divulgação pública das transacções com partes relacionadas “o mais tardar no momento em que estas forem realizadas”, na prática, parece ser impossível.

Consequentemente, a AEM sugere que o artigo 249.º-B, n.º 1, parte final, do CVM, seja alterado, por razões de uniformidade e consistência interna do sistema normativo (cfr. designadamente o disposto no artigo 7.º, n.º 1, alínea b), do Regulamento da CMVM n.º 5/2008, conforme alterado, e o artigo 248.º, n.º 1, do CVM) por forma a substituir a menção “*o mais tardar no momento em que forem realizadas*” pela expressão “*o mais tardar imediatamente após a sua realização*”.

Pese embora o disposto no artigo 9.º-C, n.º 2, da Directiva (UE) n.º 2017/828, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de Maio de 2017, prever que “(...) as sociedades anunciem publicamente as transacções relevantes com partes relacionadas o mais tardar no momento em que forem realizadas”, a redacção aqui proposta não se afasta do sentido possível da expressão supra assinalada, a qual, na versão em inglês da Directiva, corresponde a “*at the time of the conclusion of the transaction*”, uma vez que “no momento” significa também, neste contexto, “logo após” ou “por ocasião de”.

## **I. Proposta de Artigo 249.º-C do CVM**

**26.** A AEM saúda o acolhimento, pese embora parcial, das sugestões apresentadas quanto à redacção do novo artigo 249.º-C do CVM.

Sem prejuízo, é importante notar que na alínea a) do art.º 249.º-C a expressão “*e nenhuma parte relacionada com a sociedade tenha interesses nessa filial*”, deve ser clarificada no sentido de excluir a detenção por outra parte relacionada que também esteja isenta nos termos deste artigo.

A omissão deste esclarecimento poderá levar a que se interprete que as filiais com accionistas minoritários estariam excepcionadas mas as filiais detidas por outras filiais do grupo já não estariam excepcionadas, o que não será certamente a pretensão do legislador pois configuraria uma contradição nos respectivos termos.

Ora, em matéria de tão elevada importância, é fundamental que a clareza do texto legal permita eliminar, desde logo, qualquer risco de incerteza jurídica.

**27.** Não obstante, a AEM considera relevante salientar que, além das isenções previstas na proposta de artigo 249.º-C do CVM, a Directiva prevê ainda, no seu artigo 9.º-C, n.º 6, a

possibilidade de isenção das sociedades relativamente à aplicação das disposições em causa, relativas a transacções com partes relacionadas, no que respeita a transacções realizadas entre a sociedade e as suas filiais, quando o direito nacional preveja uma protecção adequada dos interesses da sociedade, da filial e dos seus accionistas que não sejam partes relacionadas, incluindo os accionistas minoritários, nessas transacções.

A Directiva prevê ainda, no mesmo artigo, a possibilidade de isenção das sociedades relativamente à aplicação das disposições em causa, no que respeita a transacções que o Direito nacional exija que sejam aprovadas pela assembleia geral, desde que o tratamento equitativo de todos os accionistas e os interesses da sociedade e dos accionistas que não sejam partes relacionadas, incluindo os accionistas minoritários, sejam especificamente previstos e adequadamente protegidos por essas disposições jurídicas.

Neste contexto, tendo em conta o acima exposto e de forma a garantir que não sejam aplicados às sociedades nacionais deveres mais gravosos do que os aplicáveis às suas concorrentes europeias, a AEM recomenda que, a benefício da adequada transposição da Directiva e do tratamento paritário das sociedades cotadas portuguesas, sejam consideradas e transpostas para o direito nacional todas as isenções permitidas pelo disposto no artigo 9.º-C, n.º 6, da Directiva Accionistas Consolidada.

## **J. Proposta de Artigos 251.º-A e 251.º-B do CVM**

**28.** O artigo 251.º-A do CVM pretende auxiliar a interpretação das disposições seguintes, identificando as seguintes categorias: “investidor institucional”, “gestor de activos” e “consultor em matéria de votação”.

Como resulta do cotejo com o texto da Directiva, relativamente aos investidores institucionais existe um alargamento operado em razão da actividade, passando a sujeitar-se a esta obrigação as empresas de seguros e as empresas de resseguros do ramo Não Vida, alargamento que não nos merece objecção.

Notamos apenas que, a propósito deste artigo, no artigo 92.º-B do RGOIC a remissão para o CVM deve passar a incluir o artigo 251.º-A em apreço.

**29.** No que respeita ao artigo 251.º-B do CVM, notamos que a respectiva redacção pode suscitar justificadas dúvidas.

Em primeiro lugar, parece carecer de efeito útil a inclusão da categoria “investidores institucionais que invistam indirectamente em acções negociadas no mercado regulamentado, através de intermediários financeiros que prestem serviços de gestão de carteiras”.

A circunstância de estes “investidores institucionais” recorrerem a um intermediário financeiro para investir não tem qualquer impacto na titularidade das acções, não justificando a referida distinção relativamente à primeira categoria.

Semelhantemente, a referência “a intermediários financeiros que prestem serviços de gestão de carteiras” é susceptível de ser confundida com a segunda categoria de destinatários da obrigação em matéria de política de envolvimento: os “intermediários financeiros que prestem serviços de gestão de carteiras, e que investem em nome de investidores” / “gestores activos”.

Face ao exposto, sugere-se a simplificação do articulado, de forma a manter apenas a referência a “investidores institucionais” para identificar a primeira categoria de sujeitos da obrigação em causa, seguindo a terminologia adoptada pela Directiva, aspecto que, aliás, se afigura fundamental para efeitos da compreensão do regime por parte dos investidores internacionais que, naturalmente, encontrando-se já familiarizados com o texto europeu, não devem ser obrigados, mais uma vez, a ter de enfrentar as peculiaridades injustificadas do quadro legal português.

**30.** Em qualquer caso, a terminologia que vier a ser adoptada deverá manter-se coerente no artigo 251.º-A e no artigo 251.º-B do CVM, utilizando-se a mesma terminologia com referência aos mesmos conceitos, de forma a evitar induzir o intérprete em erro e mantendo intactos os efeitos do artigo 251.º-A do CVM enquanto auxiliar da interpretação da letra da lei.

Ao exposto deve acrescentar-se que, pese embora os artigos 251.º-A e 251.º-B, assim como o artigo 92.º-B, que se propõe aditar, respectivamente, ao CVM e ao Regime Geral dos Organismos de Investimento Colectivo, respeitarem, em termos gerais, as directrizes europeias, a inserção sistemática proposta revela-se inadequada.

Os artigos 251.º-A e 251.º-B, que se propõe aditar ao CVM, na secção III (Informação relativa a instrumentos financeiros admitidos à negociação) do Capítulo II (Mercados Regulamentados, sistemas de negociação multilateral e sistemas de negociação organizados) do Título IV (Negociação), apresentam apenas uma ténue conexão material com os artigos desta secção (a secção III agrupa as normas que regulam os deveres de informação dos emitentes de acções negociadas em mercado regulamentado).



A política de envolvimento em causa delimita a relação entre, por um lado, os investidores institucionais/gestores de activos e, por outro, os respectivos accionistas, promovendo internamente uma maior transparência relativamente às estratégias de investimento (relação accionista - investidores institucionais/gestores de activos), e, paralelamente, permitindo, através da divulgação da mesma e da informação relativa à sua execução, otimizar decisões de investimento e fomentar comportamentos mais responsáveis.

Por conseguinte, consideramos que esta matéria deverá ser regulada numa secção autónoma - Secção IV (e não numa subdivisão da secção III) - ou mesmo num capítulo autónomo dedicado especialmente ao envolvimento dos accionistas no Título I, devendo a respectiva numeração ser alterada em conformidade de modo a permitir a autonomização que estas matérias exigem.

#### **K. Proposta de Artigo 251.º-E do CVM**

**31.** Quanto ao disposto no novo artigo 251.º-E, n.º 9, do CVM, a AEM considera que a Proposta de Lei deve clarificar de que forma se procede à divulgação dos elementos identificativos dos consultores em matéria de votação, comunicados por estes à CMVM, parecendo suficiente, em termos de divulgação pública de informação, que se encontre divulgada a sua identidade e confirmada a não oposição da CMVM à sua actuação no mercado nacional.

#### **L. Proposta de Alteração ao Artigo 390.º do CVM**

**32.** A Directiva 2007/36/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de Julho de 2007, relativa ao exercício de certos direitos dos accionistas de sociedades cotadas, na sua versão alterada pela Directiva (UE) n.º 2017/828, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de Maio de 2017, que altera a Directiva 2007/36/CE no que se refere aos incentivos ao desenvolvimento dos accionistas a longo prazo prevê, apenas, nos termos do disposto no seu artigo 14.º-B, que os Estados-Membros estabelecem o regime de medidas e sanções aplicável às infracções às disposições nacionais adoptadas nos termos da referida Directiva e tomam todas as medidas necessárias para garantir a sua aplicação.

No âmbito da proposta de alteração do artigo 390.º do CVM, classifica-se como contraordenação muito grave, na respectiva alínea b) do n.º 1, a realização, por parte de



sociedade emitente de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, de transacções com partes relacionadas não permitidas ou em condições não permitidas.

A Proposta de Lei não foi acompanhada por uma nota explicativa que identifique as razões de prevenção geral e/ou especial que justifiquem a classificação da infracção em causa como contraordenação muito grave.

Na ausência de uma linha argumentativa clara que esclareça a adequação e a proporcionalidade desta sanção, a AEM considera excessiva a classificação supramencionada, considerando igualmente que, em todos os casos, a definição de sanções aplicáveis às infracções às disposições nacionais deve ser acompanhada de uma efectiva análise e ponderação da classificação da infracção em causa, bem como da medida da sanção a aplicar.

Neste contexto, na ausência de razões de prevenção geral e especial que justifiquem a classificação da infracção em causa como contraordenação muito grave, a AEM entende que esta classificação deve ser alterada no sentido de a respectiva qualificação ser menos gravosa.

**33.** Simultaneamente, a redacção do artigo 390.º, n.º 2, alínea e), do CVM, deverá ser alterada, sob pena de a disposição em causa poder consagrar um conteúdo patentemente inconstitucional.

Com efeito, nos termos do artigo 29.º, n.º 1, da Constituição da República Portuguesa, a infracção e a respectiva sanção devem resultar de uma lei estrita e certa, de modo a permitir ao interessado conhecer, a partir da disposição em causa, quais os actos e omissões que determinam a sua responsabilidade e respectivas consequências.

Ora, o artigo 3.º-C, n.º 2, da Directiva, prevê que a sociedade emitente tem como obrigação fornecer ao accionista, mediante pedido, uma confirmação de que os seus votos foram registados validamente e contabilizados pela sociedade, num prazo que não pode ser superior a três meses.

Esta obrigação tem depois correspondência no artigo 22.º-A, n.º 2, da Proposta de Lei.

Consequentemente, a alínea e) do n.º 2 do artigo 390.º tem como *ratio* prever uma contraordenação grave para o incumprimento do n.º 2 do artigo 22.º-A.

A norma, todavia, falha na realização literal dessa referência, referindo-se a uma prestação de informação ao accionista que remete para actos e omissões de âmbito ambíguo e cuja correspondência com o artigo 22.º-A, n.º 2, não é certa nem clara.

Assim, para que não existam dúvidas e para que a norma se mostre conforme à nossa Constituição, a alínea e) do artigo 390.º, n.º 2, deverá ter, por exemplo, a seguinte redacção:

*“A não confirmação aos accionistas que os seus votos foram registados e validamente contabilizados, de forma acessível e gratuita, no prazo de três meses após a realização da assembleia-geral, mediante solicitação daqueles.”*

### **M. Proposta de Alteração ao Artigo 211.º do RGICSF**

**34.** Pese embora não decorra da Proposta de Lei a alteração dos valores das coimas aplicáveis às infracções previstas no artigo 211.º, n.º 1, do RGICSF, a AEM considera adequado que seja aproveitada a oportunidade de revisão do artigo em causa para ajustar os valores das referidas coimas.

Na verdade, além de o limite máximo previsto para as coimas (€ 5 000 000) se mostrar desproporcionadamente elevado quer no que respeita às coimas aplicáveis a pessoas colectivas, quer, em especial, no que respeita às coimas aplicáveis a pessoas singulares, merece ainda maior objecção a circunstância de o mesmo limite máximo, o qual não reflecte a realidade do mercado português e da dimensão dos respectivos agentes, se encontrar estabelecido tanto para as pessoas colectivas como para as pessoas singulares.

Trata-se de matéria de alteração indispensável sob pena de, sob a veste da aplicação de uma lei que desconhece a realidade a que pretende aplicar-se, e por isso desproporcionadamente exigente, o texto actual, em articulação com os novos preceitos a adoptar, poder ser entendido como um incentivo a que as entidades abrangidas procedam à revisão dos seus modelos de negócio em particular quanto à localização da sua actividade.