

## Relatório da consulta pública do CNSF sobre a diretiva relativa ao exercício de certos direitos dos acionistas de sociedades cotadas, no que se refere aos incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo (SHRD II)

### I. Processo da Consulta

A consulta pública (consulta) do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (CNSF) respeitante à proposta de transposição da diretiva relativa ao exercício de certos direitos dos acionistas de sociedades cotadas, no que se refere aos incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo <sup>1</sup> (anteprojeto), decorreu até 29 novembro de 2018, cumprindo agradecer publicamente os contributos recebidos, os quais mereceram a melhor atenção do CNSF.

Foram recebidos contributos das seguintes entidades:

- Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado (AEM)
- Associação Portuguesa de Bancos (APB)
- Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios (APFIPP)
- Banco BPI
- Euronext
- Jerónimo Martins, SGPS, S.A.

Houve um outro contributo que por ter sido enviado largamente fora do prazo final da consulta pública não foi já considerado no presente relatório.

Os contributos recebidos são integralmente divulgados nos sítios de internet da Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões (ASF), do Banco de Portugal (BdP) e da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM).

### II. Metodologia seguida no Relatório

O relatório que agora se publica (relatório) aborda as principais questões colocadas pelos participantes e a posição do CNSF quanto às mesmas. Partilha-se, assim, com os participantes na Consulta Pública e quaisquer interessados, o resultado das reflexões adicionais a que a análise dos contributos conduziu.

Os artigos citados referem-se à versão do anteprojeto submetida a consulta, salvo menção em contrário.

Recebemos, no âmbito da consulta, diversos contributos e sugestões que não serão tratados no presente relatório. De facto, nos casos em que os contributos visaram alertar para a existência

---

<sup>1</sup> Diretiva (UE) n.º 2017/828, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de maio de 2017, que altera a Diretiva 2007/36/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de julho de 2007, relativa ao exercício de certos direitos dos acionistas de sociedades cotadas, no que se refere aos incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo.

de gralhas, erros de remissão ou necessidade de clarificação de linguagem, ainda que acolhidos, estes não serão objeto de tratamento no relatório.

As respostas à consulta que não materializaram sugestões de alteração ao anteprojeto, mas que se traduziam apenas a concretização ou densificação de conceitos ali contidos, não serão igualmente objeto de tratamento no relatório, mas porventura em instrumentos mais adequados, de carácter normativo ou não normativo, a emitir posteriormente pelas autoridades relevantes.

### III. Comentários

#### III.1 Comentários Gerais

##### III.1.1 O Regime Nacional da titularidade de valores mobiliários e a transposição da SHRD II

Alguns respondentes referiram a singularidade do regime jurídico nacional de “primeira camada” aplicável à titularidade dos valores mobiliários no universo do ordenamento europeu e questionaram da sua adequação para efeitos da transposição correta da SHRD II.

Ainda nesta sede foi questionado se este regime seria compatível com o envolvimento acionista preconizado como objetivo da SHRD e se o atual paradigma não deveria ser alterado para dar lugar a um regime de detenção mais alinhado com as iniciativas legislativas europeias recentes (conhecimento do beneficiário último, fim dos valores mobiliários ao portador, envolvimento dos acionistas a longo prazo, etc).

Foi ainda perguntado, por um participante na consulta, se, tendo em conta a presunção de titularidade plasmada no número 1 do artigo 74.º do Código dos Valores Mobiliários (“CdVM”), nos casos em que “tenham evidência de que o cliente que consta da conta de registo individualizado aberta nos seus livros não é o detentor final dos valores”, os intermediários financeiros têm a obrigação de comunicação do pedido do emitente na cadeia de intermediação.

Foi, adicionalmente, referido por alguns respondentes o facto de não ter sido exercida a opção de limitar a um limiar determinado a identificação de acionistas pelo emitente, nomeadamente à luz de uma possível alteração do paradigma de titularidade de valores mobiliários consagrado na lei nacional para um que acompanhe os movimentos recentes de reconhecimento do beneficiário último, caso em que faria sentido acautelar a proporcionalidade entre o encargo imposto aos intermediários e o interesse da sociedade emitente em conhecer os acionistas que apenas se justificaria nos casos em que tenham uma posição acionista significativa.

Por serem questões estreitamente relacionadas, optámos por tratá-las na mesma resposta.

Note-se que, nos termos e para os efeitos da diretiva, acionista *é a pessoa singular ou coletiva reconhecida como acionista pela lei aplicável*. O considerando 13 da SHRD II refere, ainda, que a diretiva é aplicável *sem prejuízo do direito nacional que regula a detenção e a titularidade de valores mobiliários* e dos dispositivos de manutenção da integridade dos valores mobiliários, e

*não afeta os beneficiários efetivos ou outras pessoas que não sejam os acionistas nos termos do direito nacional aplicável.*

Ora, para os efeitos da lei nacional, são considerados acionistas os titulares das contas de registo individualizado juntos dos intermediários financeiros participantes no sistema centralizado de registo de VM; i.e. o titular inscrito na conta de registo individualizado junto do primeiro intermediário financeiro participante no sistema centralizado de registo.

Não esqueçamos ainda que, ao abrigo do regime previsto nos artigos 16.º e seguintes do CdVM a que estão sujeitas as sociedades emitentes, deve ser comunicada e divulgada a titularidade de participações qualificadas nessas sociedades, com necessidade de imputação dessas participações a toda a cadeia de entidades nos termos do n.º 1 do artigo 20.º do CdVM, pelo que (i) o regime de identificação de acionistas não é a única ferramenta disponível para conferir transparência na titularidade das participações (ii) o regime da transparência referido acautela a proporcionalidade propugnada pelo mercado na medida em que se aplica a participações qualificadas apenas.

Nestes termos, e embora possamos compreender e concordar com a afirmação de que o alcance dos objetivos da diretiva seria mais facilmente assegurado com a harmonização dos regimes nacionais relativos à titularidade dos valores mobiliários, essa não foi a opção tomada pelo legislador europeu, nem extrair essa inevitabilidade no contexto da transposição constituiria uma resposta adequada à obrigação de transpor a SHRD II.

Note-se que, ainda que se pretendesse reequacionar o modelo nacional com vista a aderir a um movimento de harmonização comunitária, tendo em conta a multiplicidade de regimes e *nuances* entre regimes coexistentes na União Europeia, dificilmente se poderia identificar uma corrente de adesão maioritária que nos pudesse guiar quanto às alterações a introduzir no regime atual.

Assim, as obrigações impostas aos vários agentes do mercado devem ser lidas à luz do direito vigente, o que vale também para os intermediários financeiros. A obrigação de identificação de um acionista estará cumprida quando o emitente for informado sobre quem, nos termos da lei portuguesa, é considerado titular de ações representativas do seu capital social.

O acima exposto explica também porque não foi exercida a opção de introdução de um limiar mínimo para a obrigação de identificar. Não só é expedito o acesso a esta informação por se tratar de um sistema de “primeira camada” como o exercício desta opção não seria consistente com a proibição nacional de emissão de valores mobiliários ao portador.

Finalmente, foi referido por um participante na consulta que a designação “Entidade gestora de sistemas centralizados” usada ao longo do anteprojeto poderá não ser adequada para efeitos de transposição, já que a expressão utilizada, quer na diretiva, quer no Regulamento de Execução (UE) 2018/1212 da Comissão, de 3 de setembro de 2018, estabelece os requisitos mínimos para a aplicação das disposições da Diretiva 2007/36/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito à identificação dos acionistas, à transmissão de informações e à facilitação do exercício de direitos dos acionistas (Regulamento de execução) é “Central de Valores Mobiliários” (*Central Securities Depository*).

A diretiva não impõe uma definição para este efeito a não ser a de “Intermediário”, na qual inclui, de facto *“uma central de valores mobiliários na aceção do artigo 2.º, n.º 1, ponto 1, do Regulamento (UE) n.º 909/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, que presta serviços de guarda de ações, de administração de ações ou de manutenção de contas de valores mobiliários em nome dos acionistas ou de outras pessoas”*. Ainda de acordo com o disposto na Diretiva, os Estados-Membros *podem autorizar que a sociedade solicite à central de valores mobiliários ou a outro intermediário ou prestador de serviços a recolha das informações relativas à identidade dos acionistas, incluindo os intermediários da cadeia de intermediários, e a transmissão das informações à sociedade.*

Tendo em conta o sistema de determinação da titularidade acionista, estas normas encontram-se já adotadas pelo ordenamento jurídico português, sendo tal informação solicitada pelo emitente à entidade gestora do sistema centralizado.

### III.1.2 O âmbito de aplicação da SHRD II e o prazo de transposição

Um participante na consulta referiu que as menções a “acionista” e “ações” não deveriam limitar a obrigação, por parte dos intermediários financeiros, de identificação do detentor final de outros valores mobiliários, aos quais este regime deveria ser aplicado.

A SHRD II impõe obrigações muito específicas, que têm a ver, sempre e só, com a identificação e envolvimento dos acionistas, conceito que está definido na diretiva com remissão para a definição nacional que, por sua vez, cobre apenas os detentores de ações titulares das contas de registo individualizado juntos dos intermediários financeiros participantes no sistema centralizado de registo. Ao longo da diretiva não existe referência à possibilidade de extensão a outros valores mobiliários nem essa possibilidade pode ser inferida da arquitetura legislativa refletida na diretiva e Regulamento de execução, pelo que a sugestão careceria de ser implementada em sede de legislação nacional e não no contexto desta transposição. Fora do contexto da SHRD II e tendo em conta a recente proibição nacional de emissão de valores mobiliários ao portador, não compreendemos a necessidade de proceder a este alargamento de âmbito.

A maioria dos participantes na consulta questionou a articulação entre os prazos de transposição previstos na diretiva e a vigência do Regulamento de execução à luz do previsto no terceiro parágrafo do número 1 do artigo 2.º da diretiva.

Foi inserido texto na cláusula de vigência do anteprojeto com vista a alinhar a vigência das disposições que visam transpor os artigos 3.º-A, 3.º-B e 3.º-C com a data da aplicabilidade do Regulamento de execução.

## III.2 Comentários relativos às alterações ao Código dos Valores Mobiliários (CdVM)

### III.2.1 Confirmações dos votos expressos por via eletrónica (Artigo 22.º -A)

Foi referido por um dos participantes na consulta que a proibição de cobrar comissões vertida no n.º 3 deste artigo constituiria *goldplating* na medida em que a diretiva seria omissa à cobrança de comissões neste contexto específico. Ora, esta afirmação não é correta, na medida em que o número 3 do artigo 3.º-D da diretiva é claro ao dispor que “os Estados-Membros podem proibir os intermediários de cobrar taxas pelos serviços prestados ao abrigo do presente capítulo.”, estendendo, assim, a possibilidade de proibição de cobrança de comissões a todos os serviços prestados no âmbito do capítulo I-A, o qual inclui a identificação dos acionistas, a transmissão de informações e a facilitação dos direitos dos acionistas.

Foi ainda sugerido pelo mesmo participante que o sistema nacional de titularidade de “primeira camada” tornava incoerente a previsão contida na parte final do artigo 22.º-A— (...) *ou, não sendo possível a transmissão direta, ao intermediário seguinte na cadeia de intermediários que prestem estes serviços, sem cobrar qualquer comissão.*— razão pela qual este trecho deveria ser eliminado, o que se verificou, tendo-se refletido a alteração relevante no anteprojeto.

### III.2.2 Aprovação da política de remuneração (Artigo 26.º -B)

No seu contributo para a consulta pública, um participante referiu que “a Diretiva fala em carácter consultivo quer da política de remunerações (“Os Estados-Membros podem prever que a votação sobre a política de remuneração na assembleia-geral tenha carácter consultivo” – artigo 9.º A, n.º 3) (...)”. Refere ainda que “[e]sta natureza consultiva (ou vinculativa) não emerge do projeto de alteração em consulta, carecendo de ganhar corpo na proposta em apreço.”

Ao prever-se, no art.º 26.º-B, que a proposta de política de remuneração é submetida à “aprovação” da assembleia geral, encontra-se pressuposta a vinculatividade da votação. É à assembleia geral que compete decidir se aprova, ou não aprova, a proposta de política que lhe é submetida (n.º 1), e, caso não aprove, terá de lhe ser submetida uma nova proposta (n.º 2).

Assim, entende-se que o grau de vinculatividade do voto da assembleia geral já resulta da redação proposta para o art.º 26.º-B.

Dois respondentes propuseram que a submissão da proposta de política de remunerações se desse pelo menos de 4 em 4 anos, e não pelo menos no início de cada mandato (além de sempre que ocorresse alguma alteração relevante). Após ponderação adicional relativamente a esta questão, decidiu-se acolher esta sugestão, na medida em que aproxima a proposta do texto da diretiva e, efetivamente, os mandatos podem ser de tal modo curtos que não existiria especial necessidade de se estar, constantemente, a aprovar uma política de remunerações no início de cada mandato.

### III.2.3 Conteúdo da política de remuneração (Artigo 26.º -C)

Um participante, no seu contributo, propôs acrescentar uma referência expressa aos períodos de pré-aviso aplicáveis na alínea e) do n.º 2 do art.º 26.º-C, no sentido de aproximar o texto do que se encontra previsto no n.º 5 do art.º 9.º-A da diretiva. A proposta de redação foi acolhida, na medida em que efetivamente aproxima o texto da proposta do texto da diretiva, e não era intenção que este elemento não constasse da política de remuneração.

### III.2.4 Identificação dos acionistas (Artigo 93.º -A)

Foi sugerido por um participante na consulta incluir remissão expressa para o Regulamento de execução. Tratando-se de um instrumento legislativo diretamente aplicável no nosso ordenamento jurídico, essa inclusão seria redundante. Acresce, que uma vez que o Regulamento de execução se aplicará em vários momentos vertidos em artigos diferentes do CdVM, não nos parece que a multiplicação de remissões viesse clarificar, mas antes introduzir maior dúvida.

Foi ainda referido por um respondente que, no caso da existência de cadeias de intermediação, a informação sobre “a data desde a qual as ações são detidas pelo acionista” pode não estar disponível em toda a cadeia, o que poderia refletir-se na capacidade e tempo de resposta pelos intermediários envolvidos no processo. Tendo em conta o sistema de “primeira camada”, a informação estará, em circunstâncias normais, à disponibilidade do obrigado à transmissão nos termos dos números 1 e 2 do artigo 93.º-A. Esta mesma resposta se aplica à questão colocada quanto à eliminação de dados pessoais pela CSD, que deverá eliminar os referidos dados nos termos previstos no n.º 4 do artigo 93.º-A.

Em concreto, sobre o n.º 5, foi perguntado porque não é igualmente assegurado o direito de correção da informação a pessoas singulares. Para estes efeitos, clarifica-se que o Regulamento (UE) 2016/679 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 27 de abril de 2016, relativo à proteção das pessoas singulares no que diz respeito ao tratamento de dados pessoais e à livre circulação desses dados e que revoga a Diretiva 95/46/CE (Regulamento Geral sobre a Proteção de Dados) confere já essa possibilidade às pessoas singulares. Assim, apenas foi introduzida uma previsão expressa de proteção relativamente a pessoas coletivas.

### III.2.5 Transmissão de informações (Artigo 93.º -B)

Foi referido por um participante na consulta que a formulação do presente artigo não permitia perceber se a publicação da informação no sítio da sociedade constitui uma opção ou uma obrigação das sociedades emitentes. Ora, o presente artigo dispõe que as sociedades emitentes podem, alternativamente, (i) disponibilizar essa informação aos intermediários financeiros de forma padronizada ou (ii) disponibilizar informação aos intermediários financeiros sobre a localização dessa informação quando esteja publicada no sítio da sociedade. Entendemos, assim, que a formulação “*As sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado disponibilizam aos intermediários financeiros (...) de forma padronizada (...) as informações (...) ou um aviso que indique em que parte do sítio da Internet da sociedade podem ser encontradas essas informações.*” acautela já esta questão na sua formulação atual.

Foi ainda questionado qual seria a informação que as sociedades emitentes devem disponibilizar aos intermediários financeiros nos termos deste artigo. A este propósito, remete-se para o

Regulamento de execução, já que o mesmo estabelece os requisitos mínimos para a aplicação das disposições da Diretiva 2007/36/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito à identificação dos acionistas, à transmissão de informações e à facilitação do exercício de direitos dos acionistas.

### III.2.6 Facilitação do exercício dos direitos dos acionistas (Artigo 93.º-C)

Um participante na consulta solicitou a densificação das medidas concretas que os intermediários financeiros ficam obrigados a implementar para concretizar o referido exercício dos direitos dos acionistas. Foi suscitada a questão de saber se se está a criar um verdadeiro dever de os intermediários financeiros incentivarem e concretizarem a votação do acionista na assembleia geral.

De facto, o artigo apresenta uma formulação ampla, já que o Regulamento de execução estabelece os requisitos mínimos para a aplicação das disposições da Diretiva 2007/36/CE do Parlamento Europeu e do Conselho no que diz respeito à identificação dos acionistas, à transmissão de informações e à facilitação do exercício de direitos dos acionistas. Mais se clarifica que a previsão “(...) seja tomando as medidas necessárias para que os acionistas ou um seu representante o façam, seja, por sua opção, exercendo esses direitos, em representação do acionista nos termos gerais previstos no Código das Sociedades Comerciais e no art.º23.º.” pretendeu justamente deixar expresso que o intermediário financeiro tem, de facto, a obrigação de “incentivar” o acionista praticando, pelo menos, os atos previstos para o efeito no anteprojecto e no Regulamento de execução, mas constituirá sempre uma opção do intermediário financeiro aceitar ou não mandato para representar um acionista na assembleia geral ou em qualquer outro evento societário.

Também neste artigo se sugeriu a inclusão de remissão expressa para o Regulamento de execução, o que se entendeu não acolher, pelas razões já apontadas acima em III.2.4.

### III.2.7 Não discriminação, proporcionalidade e transparência dos custos (Artigo 93.º -D)

Todos os participantes da consulta referiram ser problemático, para os intermediários financeiros obrigados a transmitir informação e facilitar o exercício de direitos, o exercício da opção de proibir a cobrança de comissões pela prestação destes serviços. Foi ainda solicitado que se procedesse à clarificação de que os intermediários financeiros podem repercutir encargos com o serviço prestado nos seus clientes.

Ora, antes de mais, convém recordar que, tendo em conta o sistema de “primeira camada”, o esforço a levar a cabo pelos intermediários financeiros é bastante reduzido por referência a sistemas que aprofundam mais a cadeia de detenção. Foi, portanto, nesse pressuposto entendido que os serviços previstos no capítulo relevante da diretiva devem integrar as comissões já cobradas para efeitos de custódia de títulos. Não obstante, é claramente permitida a cobrança dos encargos incorridos pelos intermediários financeiros para efeitos da prestação dos serviços em causa, nos termos previstos nos números 1 a 3 do referido artigo 93.º-D.

### III.2.8 Relatório sobre remunerações (Artigo 245.º-C)

Dois participantes na consulta referem que a diretiva pretende conferir caráter consultivo à votação da assembleia geral relativa ao relatório sobre remunerações, e que esta falta de vinculatividade do voto da assembleia geral não resulta da proposta.

A este respeito, entende-se que a figura do voto consultivo não tem tradição no ordenamento jurídico português. De forma a procurar traduzir o pretendido pela diretiva atendendo a uma figura conhecida do nosso Direito Societário, e utilizando a margem que a transposição de uma diretiva sempre confere ao Estado membro, entendeu-se alterar a proposta no sentido de referir, no art.º 245.º-C, que o relatório é submetido à “apreciação” da assembleia geral, e que terá de ser posteriormente explicado em que medida esta “apreciação” foi tida em conta.

A “apreciação” da assembleia geral não tem, claramente, caráter vinculativo, e evita-se desta forma uma referência a um “voto consultivo”.

Um participante na consulta propôs alterações à alínea c) do n.º 2 do art.º 245.º-C, no sentido de aproximar o texto ao texto da diretiva, que foram acolhidas, de forma a tornar o texto da proposta mais próximo do texto da diretiva.

Dois participantes na consulta referiram que o n.º 5 do art.º 245.º-C não se refere, como faz a diretiva, à necessidade de salvaguarda dos dados pessoais dos membros dos órgãos de administração e fiscalização para que a informação seja mantida durante mais de 10 anos. Esta salvaguarda foi introduzida, em linha com o previsto na Diretiva.

### III.2.9 Transações com partes relacionadas (Artigo 249.º-A)

Foi proposto por um participante na consulta que o n.º 1 deste artigo passasse, quanto ao momento da divulgação, a dispor “o mais tardar imediatamente após a sua realização”, em vez da atual formulação “o mais tardar no momento em que estas forem realizadas”. Faz-se notar que a formulação vertida no anteprojeto corresponde à formulação do texto da diretiva, cuja adequada transposição não permite que a notificação ocorra em momento posterior à realização da transação em causa.

### III.2.10 Divulgação pública de transações com partes relacionadas (Artigo 249.º-B)

No que respeita aos critérios para a relevância de transações com partes relacionadas foi referido por um participante na consulta que, tendo em conta que a determinação do ativo consolidado de uma sociedade pressupõe que esta procede à consolidação de contas com as sociedades por si dominadas, deve ficar claro que, para efeitos da aplicação do critério de relevância previsto na norma em apreço, importa o total dos ativos do grupo de sociedades em causa, independentemente de haver lugar à consolidação das contas.

O que se pretende com a norma em questão é que o critério seja aplicável ainda que a sociedade não consolide contas, pelo que se introduziu clarificação no texto do anteprojeto.

Foi referido pelo mesmo participante que, o que efetivamente releva, nas transações com partes relacionadas, é o reflexo que estas transações podem ter no total dos ativos da sociedade

emitente e não nos ativos das sociedades dominadas (filiais). É, pois, na sociedade emitente e dominante que se encontrará o reflexo dos negócios realizados em prejuízo dos acionistas minoritários, pelo que não se compreende que os negócios entre partes relacionadas da sociedade emitente e as filiais estejam sujeitas a um critério de relevância diverso do aplicável às transações realizadas diretamente com a sociedade emitente.

Concorda-se que o elemento originador da obrigação de notificar deverá repostar-se ao efeito das transações realizadas no total dos ativos da sociedade emitente e não nos ativos das sociedades dominadas, pelo que se reviu o artigo relevante do anteprojeto em conformidade.

Outro respondente refere ainda que a limitação de 2,5% prevista no art.º 249.º-B não provém diretamente da diretiva, que não “aponta para nenhuma percentagem”.

Embora a diretiva não aponte especificamente para uma percentagem, o n.º 1 do art.º 9-C aponta para a necessidade do estabelecimento, pelo Estado membro, de um critério de relevância para a transação. A proposta do limiar de 2,5% dá resposta a este comando da diretiva, tendo-se entendido que seria um limiar equilibrado para estes efeitos.

### III.2.11 Isenções (Artigo 249.º-C)

Dois dos participantes na consulta pugnaram pela adoção de todas as isenções permitidas nos termos do n.º 6 do artigo 9.º-C da diretiva.

Entende-se, no entanto, que uma adoção *tout court* das diversas isenções permitidas pela diretiva não é de acolher, dado que (i) criaria demasiadas exceções ao regime, tornando mais difícil a sua aplicação e a sua supervisão, (ii) criaria incentivos a que certas operações fossem estruturadas de forma a aparentar cair nas isenções, de forma a escapar ao controlo que o regime visa proporcionar, (iii) não se entende que os conflitos de interesses inerentes às transações previstas nas isenções sejam inócuos, ou pouco relevantes, podendo também eles criar situações que prejudicam ilegalmente terceiros em face das entidades que participam na transação.

Entende-se ainda que o tema das transações com partes relacionadas merece um tratamento especialmente rigoroso no ordenamento jurídico português, dada que a experiência recente relativamente a esta matéria veio demonstrar que os riscos inerentes à existência de transações com partes relacionadas são relevantes, e que a sua prevenção ou mitigação deve ser uma prioridade (em benefício da sociedade e dos respetivos *stakeholders*).

A estrutura acionista do ordenamento jurídico português aponta ainda para uma necessidade de especial rigor no tratamento das relações entre as sociedades e os seus acionistas, bem como entre as sociedades e membros do respetivo grupo (jurídico ou económico), no sentido de limitar oportunidades para beneficiar certos *stakeholders* em detrimento de outros, de forma ilegítima.

Não podemos deixar, contudo, de notar que a mera aplicação da isenção ao caso de filiais dominadas a 100% pode, na verdade, implicar um regime exigente para casos em que tal não se justifica. Veja-se o caso de uma filial detida a 99%, correspondendo os demais 1% a interesses minoritários não reconduzíveis a partes relacionadas da sociedade-mãe. Em tais casos, uma

transação entre estas duas sociedades recairia no regime das TPR, apesar de se tratar de um domínio quase integral e de não haver nada que o justifique. Uma vez que é difícil traçar o limite quantitativo de relevância do poder de influência para estabelecer o limite a partir do qual passa a aplicar-se o regime das TPR, seguiu-se o regime constante da Diretiva e entendeu-se aplicar a isenção a transações com filiais não detidas a 100%, desde que nesta não tenham interesses partes relacionadas relativamente à sociedade-mãe.

### III.2.12 Agregação de transações (Artigo 249.º-D)

Foi introduzida clarificação no texto do anteprojeto sobre o período de agregação (durante o mesmo exercício ou qualquer período de 12 meses) mediante sugestão de um dos participantes na consulta.

### III.2.13 Investidores Institucionais, Gestores de Ativos e Consultores em Matéria de Votação (Artigo 251.º-A)

Com referência ao conceito de investidor institucional, previsto na alínea *a*) do artigo 251.º-A da proposta de transposição, foi solicitada a revisão deste conceito no sentido de incluir apenas fundos de pensões com natureza profissional, ou seja, a atividade de gestão de fundos de pensões fechados e de fundos de pensões abertos que admitam adesões coletivas.

Neste âmbito, cumpre referir que as instituições de realização de planos de pensões profissionais, previstas na Diretiva n.º 2003/41/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 3 de junho de 2003 (“Diretiva IORP”), podem assumir formas muito diversas em cada Estado membro da União Europeia. No entanto, por efeito desta Diretiva, todas estas entidades devem observar requisitos harmonizados, designadamente em matéria de investimento, sendo este facto determinante para a sua qualificação, pelo legislador europeu, como investidores institucionais e, conseqüentemente, para a aplicação a estas entidades das obrigações consideradas fundamentais para assegurar o “envolvimento dos acionistas de sociedades cotadas”.

Em Portugal, as disposições resultantes da transposição da Diretiva IORP são aplicáveis, por decisão nacional, à atividade de gestão de todos os fundos de pensões, incluindo à gestão de fundos de pensões abertos que admitam adesões individuais.

Neste sentido, para efeito da transposição desta diretiva cujo objetivo fundamental é promover o envolvimento dos investidores com as sociedades emittentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado nas quais investem, entendeu-se ser incoerente distinguir entre os fundos de pensões quando ao nível dos requisitos atualmente aplicáveis em função da sua natureza de investidores esta distinção não é prevista.

Tendo ainda sido verificada a existência de uma definição de “investidores institucionais” no Regulamento (UE) 2017/2402 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 12 de dezembro de 2017, que estabelece um regime geral para a titularização e cria um regime específico para a titularização simples, transparente e padronizada, e que altera as Diretivas 2009/65/CE, 2009/138/CE e 2011/61/UE e os Regulamentos (CE) n.º 1060/2009 e (UE) n.º 648/2012 que não é inteiramente coincidente com a definição contida na SHRD II, optou-se por introduzir

clarificação nas definições de Investidor Institucional e Gestor de Ativos adotadas no anteprojeto, aplicáveis apenas para os efeitos das normas decorrentes da transposição, os quais passarão, respetivamente, a designar-se “Acionista Investidor Institucional” e “Acionista Gestor de Ativos”.

#### III.2.14 Política de envolvimento (Artigo 251.º-B)

Um participante na consulta suscitou também uma questão quanto às entidades em relação às quais são aplicáveis as obrigações referentes a investidores institucionais, designadamente a obrigação de divulgar a política de envolvimento, nos termos do artigo 251.º-B.

Como referido neste contributo, os fundos de pensões não têm personalidade jurídica pelo que as obrigações aqui previstas devem ser asseguradas pelas respetivas entidades gestoras na qualidade de suas representantes legais. Por forma a clarificar este entendimento, que corresponde ao pretendido através da redação inicial da disposição, eliminou-se a referência a entidades gestoras da alínea *a*) do 251.º-A.

#### III.2.15 Estratégia de investimento dos investidores institucionais e acordos com os gestores de ativos (Artigo 251.º-C)

Nos termos da proposta de lei submetida a consulta pública determina-se que a informação referente à estratégia de investimento em ações dos investidores institucionais, prevista no artigo 251.º-C, deve ser disponibilizada gratuitamente no sítio do investidor institucional na Internet. Adicionalmente, prevê-se a possibilidade de as empresas de seguros ou resseguros incluírem esta informação no relatório sobre a solvência e situação financeira, previsto no artigo 83.º do Regime Jurídico de Acesso e Exercício da Atividade Seguradora e Resseguradora.

Neste âmbito, foi solicitado por um participante na consulta que uma previsão similar fosse incluída na proposta em relação à informação a divulgar referente aos fundos de pensões, designadamente através de uma remissão para o artigo 64.º do Decreto-Lei n.º 12/2006, de 20 de janeiro. No entanto, veja-se que em relação aos relatórios e contas referidos nesta disposição não é prevista uma obrigação de divulgação pública semelhante à do relatório sobre a solvência e situação financeira, sendo aquela divulgação posteriormente densificada através de norma regulamentar, pelo que não é adequada uma equiparação entre as duas disposições legais. Transparência dos consultores em matéria de votação (Artigo 251.º-E)

Foi solicitado por um participante na consulta que fosse clarificado no anteprojeto de que forma se procederá à divulgação dos elementos identificativos dos consultores em matéria de votação comunicados por estes à CMVM. Estas entidades não estão sujeitas a procedimento de registo junto da CMVM. Os elementos comunicados à CMVM são-no para efeitos de organização da supervisão e serão objeto de divulgação no Sistema de Difusão de Informação da CMVM.

#### III.2.16 Adequação, necessidade e proporcionalidade (em sentido estrito) das sanções propostas

Nos comentários remetidos por um participante ao anteprojeto em apreço, na parte respeitante às alterações propostas ao n.º 2 do artigo 397.º do CdVM, é assinalada uma “...diferente

valorização da infração que parece ser aplicada no texto do anteprojeto, por confronto com a violação do dever de não cobrar comissões proibidas por parte de entidade gestora de sistema centralizado – já que, nesse caso, a alteração introduzida no artigo 392.º do CVM passa por incluir essa nova infração no elenco das contraordenações graves -, motivo pelo qual se justificará, em qualquer caso, que igual enquadramento – contraordenação grave, em vez de muito grave – seja aplicado aos intermediários financeiros.” (cfr. p. 6).

Foi referido por um participante na consulta que a punição da conduta de realização, por parte de sociedade emitente de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, de transações com partes relacionadas não permitidas ou em condições não permitidas como contraordenação muito grave se configura como excessiva, atendendo à “ausência de razões de prevenção geral e especial que justifiquem a classificação da infração em causa como contraordenação muito grave”, considerando que a “a classificação deve ser alterada, devendo ser menos gravosa” (cfr. p. 3).

Um dos participantes na consulta referiu ainda que “não se vislumbram (nem o documento de consulta do anteprojeto as explicita) as razões de prevenção geral ou os valores axiológicos subjacentes à classificação como muito grave da contraordenação consistente na «realização, por parte de sociedade emitente de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, de transações com partes relacionadas não permitidas ou em condições não permitidas» (...) [e] a classificação como grave das contraordenações respeitantes à omissão «de envio da confirmação de receção dos votos expressos por via eletrónica a quem os exerceu» e à «prestação de informação ao acionista quanto ao registo e contabilização dos seus votos»” (p. 2).

Ora, entende-se que a natureza da contraordenação cominada para os tipos-de-ilícito mencionados nos comentários se afigura adequada, necessária e proporcional (em sentido estrito). Em primeiro lugar, importa ter em conta que os deveres tutelados contraordenacionalmente na proposta em apreço escoram-se no âmbito do funcionamento eficiente dos mercados e da estabilidade do sistema financeiro, valor que, pela sua importância, reveste dignidade e proteção Constitucional (cfr. artigos 81.º, alínea f) e 101.º da CRP). Em segundo lugar, o legislador mobiliário optou por criar três molduras sancionatórias distintas: infrações muito graves, graves e menos graves (cf. artigos 388.º a 400.º do CdVM), com molduras sancionatórias dotadas de uma tal amplitude que permite a aplicação de coimas em montantes diferenciados em função das circunstâncias concretas (cf. artigo 405.º do CdVM e artigo 18.º do RGCORD).

Quanto à contraordenação proposta constante da alínea p) do n.º 2 do artigo 397.º, a sua punição como contraordenação muito grave insere-se numa linha de continuidade teleológica da tutela dos deveres relativos às atividades de intermediação financeira. Entende-se que as funções exercidas pelos intermediários financeiros e a posição que estes ocupam no sistema mobiliário (designadamente, o carácter imediato do contacto que estabelecem com os investidores, cuja proteção é um pilar essencial do mercado e do sistema financeiro) são essenciais para o regular funcionamento do mercado de valores mobiliários e instrumentos financeiros, realidade que justifica uma tutela reforçada dos deveres que impendem sobre os intermediários financeiros.

Consequentemente, o dever de não cobrar comissões proibidas por parte de intermediários financeiros deve ser abarcado pela tutela das contraordenações muito graves, pois a conduta proibida pode ter efeitos imediatos na relação que se estabelece entre o intermediário financeiro e o seu cliente (*maxime*, investidores), entendendo-se que tal conduta apresenta semelhanças com a proibição da realização de operações que constituam intermediação excessiva (cfr. artigo 397.º, n.º 2, alínea c) do CdVM) ou com a proibição da cobrança indevida de custos ao organismo de investimento coletivo ou aos participantes (cfr. artigo 256.º, alínea aa) do RGOIC), ambas sancionadas com contraordenação muito grave.

A distinção valorativa do dever em apreço face ao dever de não cobrar comissões proibidas por parte de entidade gestora de sistema centralizado reside no próprio papel do intermediário financeiro e no feixe de relações que este estabelece com investidores, diferentemente da entidade gestora de sistema centralizado, cujas relações em regra se estabelecem com agentes (profissionais) do mercado.

No que diz respeito à punição com contraordenação muito grave da conduta prevista no artigo 390.º, n.º 1, alínea b) entende-se que as transações com partes relacionadas constituem uma fonte de perigo de conflitos de interesses em detrimento da sociedade emitente de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado e dos respetivos acionistas, pelo que o regime agora introduzido (cfr. artigo 249.º-A a 249.º-D) constitui um mecanismo relevante de defesa da própria sociedade, dos seus acionistas e, reflexamente, do mercado de valores mobiliários e instrumentos financeiros (promovendo a sua credibilidade, transparência e a regularidade do seu funcionamento).

Assim, a violação do dever de não realizar transações com partes relacionadas não permitidas ou em condições não permitidas justifica a punição com contraordenação muito grave, à semelhança do que sucede com o dever de respeitar as regras sobre conflitos de interesses por parte de intermediários financeiros (cfr. artigo 397.º, n.º 2, alínea b) do CdVM) ou com a proibição de realização de operações não permitidas ou em condições não permitidas (cfr. artigo 395.º, n.º 1, alínea b) do CdVM).

Quanto às contraordenações previstas nas alíneas c) e e) do n.º 2 do artigo 390.º defende-se igualmente que se justifica a sua punição como contraordenação grave. Os deveres em apreço consistem no envio da confirmação de receção dos votos expressos por via eletrónica a quem os exerceu e na prestação de informação ao acionista quanto ao registo e contabilização dos seus votos. Tais deveres são vocacionados para a proteção do acionista e orientados para a efetivação do exercício do seu direito de voto, pelo que a sua relevância regulatória justifica os termos da punição proposta.

#### III.2.16.1 Valores mobiliários (Artigo 390.º/2/f)

Um participante na consulta menciona nos seus comentários ao anteprojeto o seguinte: “Julga-se ainda adequado que na redação da al. f) do n.º 2 do artigo 390.º, onde se lê “Submissão a votação em assembleia geral de acionistas de sociedade emitente de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado da proposta de política de remunerações e da proposta de relatório sobre as remunerações” se passe a ler “Submissão a votação em assembleia geral de acionistas de sociedade emitente de valores mobiliários admitidos à

negociação em mercado regulamentado da proposta de política de remunerações e do relatório sobre as remunerações”.

Adotou-se a redação proposta, a qual foi necessariamente adaptada à nova formulação do artigo 245.º-C, que prevê (i) que a proposta de política de remunerações seja submetida a votação da assembleia geral e (ii) que o relatório de remunerações seja submetido à apreciação da assembleia geral.

### III.2.16.2 Atividades de intermediação (Artigo 397.º)

Um participante na consulta defende que importa “...delimitar claramente o tipo da infração, já que a atual redação conferida às indicadas novas alíneas do n.º 2 do artigo 397.º, pela sua amplitude, poderá abarcar situações não relacionadas com os novos deveres impostos pelo anteprojeto, sugerindo-se uma referência expressa, nessas alíneas, às normas infringidas, isto é, artigos 93.º-D, quanto às comissões, e artigos 93.º-A e 93.º-B, relativamente às obrigações de transmissão de informação, todos do CVM” (cfr. p. 6).

As alíneas p) e q) do artigo 397.º do CdVM, assim como, de resto, todos os preceitos constantes da proposta em matéria sancionatória respeitam o sistema acolhido pelo legislador mobiliário, desde 1999, para a tipificação dos ilícitos em especial, que consiste num sistema de remissões materiais e dinâmicas, no qual as diversas normas de sanção qualificam como contraordenação as condutas em função da sua conexão com certa matéria expressamente descrita (cfr. FREDERICO DA COSTA PINTO, *O novo regime dos crimes e contraordenações no Código dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, p.26). Assim, tal sistema prescinde da referência expressa às normas de dever tuteladas tal como sugerido nos comentários ao anteprojeto. O conjunto de deveres abarcado pela norma de sanção é, assim, delimitado claramente pela matéria indicada na própria norma, pretendendo-se, desse modo, tutelar de forma harmonizada todos os deveres que se conexionem com essa matéria.

No caso em apreço, entende-se que os deveres de comunicação e divulgação que impendem sobre o intermediário financeiro, bem como o dever de não cobrar comissões proibidas, reclamam a tutela sancionatória das contraordenações muito graves, por igualdade de razão com os motivos expostos anteriormente para justificar a adequação, necessidade e proporcionalidade (em sentido estrito) das sanções propostas.

## III.3 Comentários relativos às alterações ao Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo (RGOIC)

### III.3.1 Âmbito de aplicação (Artigo 92.º -A)

Foi saudada por um participante na consulta a manutenção do âmbito de aplicação do diploma europeu, não impondo estes novos requisitos às Gestoras de OIA que preenchem as condições de isenção previstas no art. 3.º da Diretiva AIFMD. Sinalizou, contudo, que esta não foi a posição assumida pelo legislador nacional aquando da transposição para o ordenamento jurídico português da Diretiva AIFMD, tendo-se registado, na altura, o não acolhimento da possibilidade,

nela conferida, de consagrar a existência de um regime mais simples para os Gestores de OIA que cumpram as condições previstas no artigo 3.º - "isenções" do diploma europeu em questão. Ciente de que esta matéria não constitui o foco do anteprojeto de diploma em apreciação o participante na consulta reiterou a posição que tem defendido, desde 2014, no sentido da instituição, em Portugal, do mencionado regime simplificado.

Embora esta matéria não seja, como bem sinalizado, objeto do anteprojeto em apreço, nem seja oportuno proceder ao seu tratamento nesta sede, tomámos boa nota deste entendimento, que será tido em consideração para efeitos de alterações futuras ao regime jurídico relevante.

### III.3.2 Política de envolvimento (Artigo 92.º -B)

Um participante na consulta referiu ainda que parece haver, em alguns aspetos, uma sobreposição entre o disposto no novo artigo 251.º-B do CdVM (a que o artigo 92.º - B do RGOIC alude) e o constante de outras normas do próprio RGOIC, bem como da Regulamentação europeia com aplicação direta neste sector, alertando para a necessidade de evitar a duplicação de exigências feitas aos agentes do mercado. Embora possamos compreender que possa haver sobreposição em alguns pontos específicos da informação a prestar, fazemos notar que a informação solicitada nos termos do artigo 251.º-B do CdVM é de âmbito mais vasto e especificamente dirigida ao cumprimento dos objetivos a que se propõe a SHRD II, pelo que inexistente efetiva duplicação.

### III.3.3 Disposições do RGOIG que carecem de alteração

Um participante na consulta fez ainda um conjunto de sugestões de alteração ao RGOIC, sem relação direta com a transposição e o anteprojeto. Tomámos, uma vez mais, boa nota das observações apresentadas, as quais, por razões de oportunidade, serão tidas em consideração para efeitos de alterações futuras ao regime jurídico relevante.

## III.4 Comentários relativos às alterações ao Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras (RGICSF)

### III.4.1 (Artigo 211.º)

Um dos participantes na consulta vem propor uma alteração ao art.º 211.º do RGICSF, no sentido de reduzir o limite máximo da coima nele prevista.

Esta proposta não foi acolhida. O artigo trata de infrações especialmente graves, e certas condutas lesivas compreendidas no artigo podem efetivamente causar danos tais que legitimam a aplicação de uma coima particularmente gravosa, ainda que a conduta seja praticada por uma pessoa singular.

Entende-se ainda que o montante previsto é ainda justificado por uma necessidade de prevenção geral das condutas referidas.

### III.5 Comentários relativos à revogação da Lei n.º 28/2009, de 19 de junho

Não houve comentários ou sugestões de alteração face à proposta submetida a consulta.