

Bruxelas, 9.4.2014  
SWD(2014) 126 final

**DOCUMENTO DE TRABALHO DOS SERVIÇOS DA COMISSÃO**

**SÍNTESE DA AVALIAÇÃO DE IMPACTO**

*que acompanha o documento*

**Proposta de**

**DIRETIVA DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO  
que altera a Diretiva 2007/36/CE no que se refere ao encorajamento do envolvimento  
dos acionistas no longo prazo e a Diretiva 2013/34/UE no que se refere a determinados  
elementos da declaração sobre o governo das sociedades**

**e a**

**RECOMENDAÇÃO DA COMISSÃO  
relativa à qualidade dos relatos do governo das sociedades («conformar-se ou justificar-se»)**

{COM(2014) 213 final}  
{C(2014) 2165 final}  
{SWD(2014) 127 final}

## **1. INTRODUÇÃO**

Nos últimos anos têm sido postas em evidência algumas deficiências no que se refere ao governo das sociedades europeias cotadas. Estas deficiências dizem respeito a diferentes atores no âmbito do governo das sociedades: administradores, acionistas (investidores institucionais e gestores de ativos) e consultores em matéria de votação.

Apenas um certo número de aspetos fundamentais do governo das sociedades foi harmonizado a nível da UE, nomeadamente através da Diretiva 2007/36/CE, relativa ao exercício de certos direitos dos acionistas de sociedades cotadas. A presente diretiva contém regras relativas à participação na assembleias-gerais. A necessidade de melhorar o atual quadro foi destacada no Plano de Ação da Comissão sobre o direito das sociedades europeu e o governo das sociedades.<sup>1</sup> A avaliação de impacto considera possíveis formas de realizar os objetivos do Plano de Ação.

## **2. DEFINIÇÃO DO PROBLEMA**

A avaliação de impacto analisa uma série de problemas na área do governo das sociedades. Uma das questões fundamentais em matéria de governo das sociedades é a separação entre a propriedade e o controlo e a consequente relação mandante-mandatário entre acionistas e administradores. A delegação da gestão da sociedade pelos acionistas ("mandantes") aos administradores ("mandatários") permite que estes atuem mais no seu próprio interesse do que no interesse dos acionistas. Tal pode resultar num governo das sociedades e num desempenho das sociedades não otimizados. Atualmente, os investidores institucionais e os gestores de ativos são uma força importante nos mercados de ações e de intermediação na cadeia de investimento (delegação da gestão diária do investimento a gestores de ativos), que se tem desenvolvido substancialmente. O aumento da intermediação conduziu ao surgimento de incentivos dentro da cadeia de investimento que muitas vezes se concentram no desempenho de curto prazo e não são suficientes para explorar os benefícios da participação dos acionistas. Em muitos casos, portanto, os investidores institucionais e os gestores de ativos estão ausentes e não têm interesse na gestão das sociedades. Isto agrava o problema de agência entre os acionistas e os administradores e conduz a um desempenho não otimizado das sociedades cotadas. Vários estudos demonstram que o envolvimento dos acionistas a longo prazo não só conduz a um melhor desempenho dos investidores, mas também contribui para aumentar a competitividade e o desempenho das sociedades.

### **2.1. Participação insuficiente dos investidores institucionais e dos gestores de ativos**

A crise financeira revelou que o controlo dos acionistas não funciona adequadamente no setor financeiro. Em muitos casos, em vez de travarem a excessiva assunção de risco a curto prazo por parte dos gestores, os acionistas apoiam-na. Em geral, os acionistas das sociedades cotadas não são muito diferentes dos acionistas das instituições financeiras, e há evidência clara de que o atual nível de «controlo» das sociedades participadas e de participação dos investidores institucionais e dos gestores de ativos não está otimizado. Vários estudos demonstram que os investidores institucionais e os seus gestores de ativos não estão suficientemente centrados no desempenho a longo prazo das sociedades, mas sim nas

---

<sup>1</sup> COM/2012/0740 final

variações da cotação das ações e na estrutura dos índices do mercado de capitais, o que pode conduzir a um retorno não otimizado para os beneficiários finais (por exemplo, os futuros pensionistas) e coloca pressão a curto prazo sobre as sociedades.

Esta visão a curto prazo parece estar enraizada numa divergência de interesses entre os titulares dos ativos e os gestores dos ativos. Os grandes titulares de ativos, tais como os fundos de pensão e as seguradoras, têm interesses a longo prazo, pois os seus passivos são a longo prazo. No entanto, ao selecionarem e avaliarem os gestores de ativos baseiam-se frequentemente em indicadores de referência, tais como índices de mercado, e o desempenho do gestor de ativos é muitas vezes avaliado de forma trimestral. Em caso de mau desempenho, o gestor de ativos pode perder o mandato. Consequentemente, a principal preocupação de muitos gestores de ativos passou a ser o seu desempenho a curto prazo em relação a um indicador de referência ou a outros gestores de ativos, embora os beneficiários finais tenham interesse no desempenho absoluto a longo prazo do investimento. Os incentivos a curto prazo afastam a atenção e os recursos da realização de investimentos com base nos indicadores fundamentais e nas perspetivas a longo prazo, do aumento do valor a longo prazo por meio da participação dos acionistas e resultam em pressões a curto prazo sobre as sociedades, desincentivando investimentos que aumentem a competitividade.

Embora ainda em número relativamente limitado, há cada vez mais investidores que procuram combinar um bom desempenho financeiro com a criação de valor a longo prazo e as suas estratégias de investimento também passam pelo envolvimento nas sociedades participadas.

## **2.2. Ligação insuficiente entre a remuneração e o desempenho dos administradores**

A supervisão dos acionistas no que se refere à remuneração dos administradores também se tem mostrado insuficiente. A remuneração dos administradores desempenha um papel fundamental na harmonização dos interesses dos administradores e dos acionistas e em garantir que os administradores atuam no melhor interesse da sociedade. Nos casos em que os acionistas não supervisionam a remuneração dos administradores, há um risco de os administradores aplicarem uma estratégia que os beneficie pessoalmente, mas que pode não contribuir para o desempenho a longo prazo da sociedade. Foram detetadas várias deficiências no quadro atual. Em primeiro lugar, as informações divulgadas pelas sociedades não são abrangentes, claras ou comparáveis. Em segundo lugar, em muitos casos os acionistas não dispõem de instrumentos suficientes para expressar a sua opinião sobre a remuneração dos administradores.

## **2.3. Falta de supervisão dos acionistas relativamente às transações com partes relacionadas**

As transações com partes relacionadas (TPR), ou seja, as transações entre uma sociedade e os seus gestores, administradores, entidades de controlo ou acionistas, proporcionam a possibilidade de adquirir valores pertencentes à sociedade, em detrimento dos acionistas, e nomeadamente dos acionistas (minoritários). Na maioria dos casos os acionistas não têm acesso a informações suficientes antes de uma transação planeada e não dispõem de instrumentos adequados para se oporem a transações abusivas. Como os investidores institucionais e os gestores de ativos são, na maioria dos casos, acionistas minoritários, a existência de mais direitos de controlo sobre as TPR melhoraria a sua capacidade de proteger os relativos investimentos.

#### **2.4. Transparência inadequada dos consultores em matéria de votação**

Os consultores em matéria de votação fornecem aos investidores recomendações sobre como votar na assembleias-gerais das sociedades cotadas. O elevado número de carteiras de ações (transfronteiras) de muitos investidores institucionais e gestores de ativos e a complexidade das questões a serem consideradas torna o recurso a consultores em matéria de votação inevitável em muitos casos tendo estes, assim, uma considerável influência sobre o sentido de voto desses investidores. Nomeadamente, têm sido observadas deficiências no que se refere à qualidade do aconselhamento e a conflitos de interesse.

#### **2.5. Exercício difícil e oneroso de direitos decorrentes de ações**

Os investidores enfrentam dificuldades ao exercerem os direitos decorrentes das suas ações, especialmente se a posse destas é de natureza transfronteiras. Nas cadeias de detenção intermediadas, especialmente quando os intermediários que administram contas de valores mobiliários são numerosos, a informação não é transmitida aos acionistas das sociedades ou os votos dos acionistas perdem eficácia. Há também uma maior probabilidade de utilização incorreta dos direitos de voto por intermediários. Os sistemas são afetados por três causas principais: a impossibilidade de a sociedade identificar os investidores, a inexistência de uma transmissão atempada de informações e direitos ao longo da cadeia de investimento e discriminações de preços no que se refere a carteiras de ações transfronteiras.

#### **2.6. Qualidade insuficiente de informação em matéria de governo das sociedades**

Foram observadas deficiências no que se refere à qualidade dos relatos de governo das sociedades elaborados por sociedades cotadas na UE, nomeadamente no que diz respeito as explicações de desvios relativamente a recomendações de códigos de governo das sociedades. Em mais de 60% dos casos em que optaram por não aplicar as recomendações, as sociedades não apresentaram explicações suficientes. O relato deficiente dificulta a tomada de decisões de investimento informadas por parte dos acionistas e o seu envolvimento na sociedade.

#### **2.7 Subsidiariedade**

A competência para a intervenção baseia-se no artigo 50.º, n.º 2, alínea g), do TFUE. A crescente importância das participações transfronteiras (cerca de 44% da capitalização total de mercado das sociedades cotadas na UE é detida por investidores estrangeiros) e as mudanças na cadeia de participações justificam certas medidas específicas a nível da UE, a fim de assegurar a proteção dos interesses dos acionistas e de outras partes interessadas. Apenas um número limitado de Estados-Membros adotou medidas ou está a ponderar fazê-lo para resolver os problemas, e essas intervenções não são capazes de gerar soluções eficazes para esses problemas. As medidas adotadas unicamente a nível dos Estados-Membros tenderá a resultar em diferentes conjuntos de regras que criam condições de concorrência desiguais, o que pode comprometer ou criar novos obstáculos ao bom funcionamento do mercado interno.

### 3. OPÇÕES ESTRATÉGICAS, ANÁLISE DE IMPACTO E ESCOLHA DA OPÇÃO PREFERIDA

#### 3.1. Aumentar o nível de participação dos investidores institucionais e dos gestores de ativos

| Opções estratégicas                                                                                                                                                                          |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1 Status quo                                                                                                                                                                                 |
| 2 Recomendação sobre a transparência dos investidores institucionais e dos gestores de ativos no que se refere à sua votação e participação e certos aspetos do mandato de gestão de ativos  |
| 3 Transparência obrigatória por parte dos investidores institucionais e dos gestores de ativos no que se refere à sua votação e participação e certos aspetos do mandato de gestão de ativos |

| Avaliação das opções estratégicas                                                                           |          |            |           |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------|------------|-----------|
|                                                                                                             | Eficácia | Eficiência | Coerência |
| Opção 1: Status quo                                                                                         | 0        | 0          | 0         |
| Opção 2: Recomendação sobre a transparência dos investidores institucionais e dos gestores de ativos        | +        | +          | +         |
| Opção 3: Regras vinculativas sobre a transparência dos investidores institucionais e dos gestores de ativos | ++       | +          | +         |

#### A opção 3 é a opção preferida:

Esta opção aumenta a transparência relativamente à forma como os titulares de ativos incentivam os seus gestores de ativos a atuar no melhor interesse a longo prazo dos seus beneficiários e a aplicar estratégias de investimento que envolvam a participação dos acionistas. Os gestores de ativos são obrigados a ser transparentes no que se refere às suas políticas de participação, aos benefícios destas e à forma como cumprem as políticas de que foram incumbidos. A disponibilidade de informações substanciais e relevantes permite aos titulares dos ativos tomar decisões mais bem informadas sobre as suas políticas de investimento. Constitui também um incentivo para que se envolvam mais na vida das sociedades participadas. A transparência relativamente aos custos de uma rotação elevada da carteira promovida pelos gestores de ativos pode reduzir a magnitude de tais transações, contribuindo para uma maior incidência no valor fundamental das sociedades e aumentando-o valor por meio do envolvimento dos acionistas. Estas medidas podem vir a resultar numa redução de custos e num melhor retorno para os titulares dos ativos e os beneficiários finais. Nomeadamente, uma maior incidência nos fundamentos e na capacidade de criar de valor real das sociedades pode ser benéfica para as PME cotadas. Uma maior participação e uma perspetiva mais a longo prazo podem também contribuir para maiores investimentos por parte das sociedades na investigação e competitividade e, portanto, para aumentar o emprego.

A imposição de regras vinculativas relativamente à transparência proporciona uma maior probabilidade de se desencadear uma mudança positiva com custo limitado.

### 3.2. Criar uma melhor ligação entre a remuneração e o desempenho

| Opções estratégicas                                                |
|--------------------------------------------------------------------|
| 1 Status quo                                                       |
| 2 Regras vinculativas relativamente à transparência da remuneração |
| 3 Voto dos acionistas relativamente à remuneração                  |

| Avaliação das opções estratégicas                                         |          |            |           |
|---------------------------------------------------------------------------|----------|------------|-----------|
|                                                                           | Eficácia | Eficiência | Coerência |
| Opção 1: Status quo                                                       | 0        | 0          | 0         |
| Opção 2: Regras vinculativas relativamente à transparência da remuneração | +        | +          | +         |
| Opção 3: Voto dos acionistas relativamente à remuneração                  | +        | ++         | +         |

**As opções 2 e 3 são as opções preferidas:** Disponibilizar aos acionistas informações claras, completas e comparáveis sobre as políticas de remuneração e a remuneração de cada um dos administradores contribui para que os acionistas exerçam uma supervisão eficaz. A harmonização dos requisitos de divulgação a nível da UE é uma solução para a assimetria de informação, minimizando, assim, os custos de agência. É benéfica para o investimento transfronteiras, uma vez que facilita a comparação de informações e o envolvimento nas sociedades, tornando-o, por conseguinte, menos oneroso. Além disso, torna as sociedades mais responsáveis perante as outras partes interessadas.

A concessão de direito de voto sobre a remuneração dá aos acionistas um instrumento eficaz para supervisionar a remuneração dos administradores e simultaneamente se envolverem nas sociedades, reforçando a ligação entre a remuneração e o desempenho.

### 3.3. Transparência e supervisão das transações com partes relacionadas

| Opções estratégicas                                                              |
|----------------------------------------------------------------------------------|
| 1 Status quo                                                                     |
| 2 Regras não vinculativas para efeitos de orientação                             |
| 3 Melhorar os requisitos de transparência das transações com partes relacionadas |
| 4 Voto dos acionistas relativamente às operações mais importantes                |

| Avaliação das opções estratégicas                                                       |          |            |           |
|-----------------------------------------------------------------------------------------|----------|------------|-----------|
|                                                                                         | Eficácia | Eficiência | Coerência |
| Opção 1: Status quo                                                                     | 0        | 0          | 0         |
| Opção 2: Regras não vinculativas para efeitos de orientação                             | ≈        | ≈          | +         |
| Opção 3: Melhorar os requisitos de transparência das transações com partes relacionadas | +        | +          | +         |
| Opção 4: Voto dos acionistas relativamente às transações mais importantes               | ++       | ++         | +         |

**As opções 3 e 4 são as opções preferidas:** fornecer aos investidores informações prévias relativamente às transações mais importantes permite-lhes (nomeadamente, aos acionistas minoritários) oporem-se a operações injustificadas e envolver-se mais na sociedade, enquanto o direito de voto lhes permite rejeitar transações abusivas. A votação dos acionistas também estimula a reflexão das sociedades relativamente às TPR. Esta combinação pode ter um impacto positivo sobre a competitividade e a sustentabilidade das sociedades e dos investimentos transfronteiras.

Regras vinculativas tendem a ser mais eficazes do que regras não vinculativas orientativas.

### 3.4. Transparência dos consultores em matéria de votação

| Opções estratégicas                                                                                     |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>1 Status quo</b>                                                                                     |
| <b>2 Recomendação sobre transparência em matéria de metodologia e conflitos de interesses</b>           |
| <b>3 Requisitos de divulgação vinculativos relativamente à metodologia e aos conflitos de interesse</b> |
| <b>4 Quadro regulamentar detalhado</b>                                                                  |

| Avaliação das opções estratégicas                          |          |            |           |
|------------------------------------------------------------|----------|------------|-----------|
|                                                            | Eficácia | Eficiência | Coerência |
| Opção 1: Status quo                                        | 0        | 0          | 0         |
| Opção 2: Recomendação sobre transparência                  | ≈        | +          | ++        |
| Opção 3: Regras vinculativas relativamente à transparência | +        | ++         | +         |
| Opção 4: Quadro regulamentar detalhado                     | ++       | -          | -         |

**A opção 3 é a opção preferida:** requerer a divulgação relativamente às duas principais áreas de preocupação (metodologia e gestão de potenciais conflitos de interesse) coloca mais pressão sobre consultores em matéria de votação no sentido de estabelecerem procedimentos adequados sobre estes aspetos cruciais. Requisitos de transparência vinculativos são mais eficazes do que regras não vinculativas, evitando os ónus inflexíveis e desproporcionais associados a um quadro regulamentar detalhado.

### 3.5. Identificação dos acionistas e facilitação do exercício dos direitos dos acionistas por prestadores de serviços de contas de valores mobiliários

| Opções estratégicas                                                                                                                                                             |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>1 Status quo</b>                                                                                                                                                             |
| <b>2 Regras mínimas a nível da UE</b>                                                                                                                                           |
| <b>3 Requisitos pormenorizados quanto à possibilidade de identificação dos acionistas e obrigações que facilitem o exercício dos direitos dos acionistas por intermediários</b> |

| Avaliação das opções estratégicas                                                                    |          |            |           |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------|------------|-----------|
|                                                                                                      | Eficácia | Eficiência | Coerência |
| Opção 1: Status quo                                                                                  | 0        | 0          | 0         |
| Opção 2: Regras mínimas a nível da UE                                                                | +        | ++         | +         |
| Opção 3: Obrigações no âmbito de um mecanismo de identificação de acionistas para os intermediários: | ++       | ++         | +         |

**A opção 3 é a opção preferida:** A obrigação de os intermediários que prestam serviços de contas de valores mobiliários oferecerem o serviço de identificação de acionistas à sociedade facilita o contacto direto entre o acionista e a sociedade. A obrigação de estes intermediários transmitirem informações relacionadas com a ação facilita o exercício dos direitos dos acionistas e justifica as diferenças de preços para esses serviços e, no caso de direitos exercidos transfronteiras, garante que os votos dos acionistas não são perdidos e que estes se podem envolver mais eficientemente a nível internacional.

### 3.6. Melhorar a qualidade dos relatos de governo das sociedades

| Opções estratégicas                                                       |
|---------------------------------------------------------------------------|
| <b>1 Status quo</b>                                                       |
| <b>2 Recomendação orientativa</b>                                         |
| <b>3 Requisitos detalhados sobre os relatos de governo das sociedades</b> |

| Avaliação das opções estratégicas                |          |            |           |
|--------------------------------------------------|----------|------------|-----------|
|                                                  | Eficácia | Eficiência | Coerência |
| Opção 1: Status quo                              | 0        | 0          | 0         |
| Opção 2: Recomendação para efeitos de orientação | +        | ++         | ++        |
| Opção 3: Regras pormenorizadas                   | ++       | +          | +         |

**A opção 2 é a opção preferida:** fornecer orientações sobre as explicações para desvios relativamente a códigos tende a dar às sociedades mais certeza na preparação de tais relatos e a respetiva qualidade. É um incentivo para que reflitam mais profundamente sobre os seus acordos de governo das sociedades e os melhorem, se necessário, o que pode contribuir para um melhor desempenho. Também pode contribuir para o investimento transfronteiras, devido ao aumento da transparência e da comparabilidade dos relatórios.

#### 4. IMPACTOS GLOBAIS DO PACOTE

A abordagem proposta constitui um pacote de ações complementares. O pacote integra o trabalho da Comissão sobre o financiamento a longo prazo da economia europeia: contribui para uma perspetiva acionista mais orientada para o longo prazo, que garanta melhores condições de funcionamento para as sociedades cotadas.

O objetivo das opções preferidas é assegurar que os investidores dispõem de informação clara, completa e comparável, eliminando, nomeadamente no que se refere aos investidores transfronteiras, os obstáculos à sua participação. A geração de mais transparência no que se refere ao impacto das políticas de investimento resulta em decisões mais informadas por parte dos investidores e dos beneficiários finais, mas também incentiva os investidores a envolverem-se mais nas suas sociedades participadas. Qualquer aumento no envolvimento dos acionistas tende a ter um efeito positivo sobre o valor para o acionista e a eficiência, a competitividade e o desempenho da sociedade em causa.<sup>2</sup>

O pacote proposto pode, pois, ter um impacto positivo sobre a sustentabilidade a longo prazo das sociedades cotadas, nomeadamente as PME, que tendem a beneficiar de um melhor acesso aos mercados de capitais. Também são de esperar alguns impactos sociais positivos, uma vez que as sociedades orientadas para o longo prazo podem criar mais emprego. Não está prevista qualquer impacto ambiental específico.

O pacote resultaria num aumento da carga administrativa, nomeadamente para as PME cotadas. No entanto, estes custos são limitados, considerando que estão previstas medidas de transparência e, principalmente, de publicação, e que atualmente já é imposto ou aplicado de forma voluntária um certo grau de transparência. Além disso, os custos são distribuídos igualmente entre os diferentes grupos de partes interessadas.

<sup>2</sup> O envolvimento dos acionistas no governo das sociedades, tendo como uma das questões fundamentais a remuneração, pode gerar uma média entre 7 a 8% de retorno anormal cumulativo e de retorno de uma estratégia de comprar e manter ações durante um ano, reduzir o custo de capital para as empresas e melhorar significativamente o seu governo e a sua rentabilidade.

## **5. AVALIAÇÃO**

Deve realizar-se uma avaliação do impacto do pacote cinco anos após o prazo de transposição, e a adequação de eventuais alterações podem ser considerada à luz dos resultados da avaliação