



## ***PROXY ADVISORS E GOVERNO SOCIETÁRIO***

**Filipa da Costa Cabral**

Mestrado em Direito e Gestão (UCP Lisboa)

Working Paper No. 2/2018

Julho 2018

---

This paper can be downloaded without charge from the Governance Lab website at:  
[www.governancelab.org](http://www.governancelab.org).

The contents of this paper are the sole responsibility of its author.

**Keywords:** Proxy Advisors, Proxy Advisory Industry, Voting Recommendations, European Corporate Governance.

# ***PROXY ADVISORS E GOVERNO SOCIETÁRIO***

**Filipa da Costa Cabral**

[filipa.ccabral@gmail.com](mailto:filipa.ccabral@gmail.com)

## **Abstract**

### **Executive Summary**

The proxy advisory industry arose in the United States of America back at 1980s. Despite the fact that this is a common reality in the United States of America, in Europe, proxy advisors can be referred to as ‘new market players’. Nonetheless, this industry is growing with prominence within Europe, since investors are increasingly turning to the services provided by the proxy advisors. The main service offered by proxy advisors consists of analysing the proposals for general meetings and providing voting recommendations to their clients. However, proxy advisors can also provide guidance with regard to voting logistics and a range of other analytical and consulting services that are associated with the voting process, as well as other corporate governance issues in general.

The present paper deals with the general theme of proxy advisors, first by analysing the concept and explaining the services provided by these market players. Subsequently, it presents the risks that proxy advisors’ activity holds, such as agency costs, lack of transparency and quality, conflict of interests and lack of competition in this field. Afterwards, the relevant legal framework on this topic is presented, focusing on recent developments. Last, but not least, the conclusion deals with the fact that the opinions on the issue of proxy advisors are not consensual, since it is recognized that they play a constructive role in facilitating the exercise of the voting rights, while, at the same time, their activity leads to concerns with respect to the influence proxy advisors allegedly have on corporate governance.

## TABLE OF CONTENTS

|        |                                     |    |
|--------|-------------------------------------|----|
| 1.     | ENQUADRAMENTO .....                 | 5  |
| 2.     | Os <i>PROXY ADVISORS</i> .....      | 6  |
| 2.1.   | CONTEXTUALIZAÇÃO HISTÓRICA.....     | 6  |
| 2.2.   | ATIVIDADE .....                     | 7  |
| 2.3.   | RISCOS ASSOCIADOS À ATIVIDADE ..... | 7  |
| 2.3.1. | CUSTOS DA AGÊNCIA.....              | 8  |
| 2.3.2. | FALTA DE TRANSPARÊNCIA .....        | 8  |
| 2.3.3. | FALTA DE QUALIDADE.....             | 8  |
| 2.3.4. | CONFLITO DE INTERESSES .....        | 9  |
| 2.3.5. | FALTA DE CONCORRÊNCIA.....          | 9  |
| 3.     | QUADRO NORMATIVO .....              | 10 |
| 4.     | CONCLUSÃO .....                     | 13 |
| 5.     | BIBLIOGRAFIA .....                  | 15 |

## 1. ENQUADRAMENTO

O presente trabalho tem como objeto de análise a atividade dos *proxy advisors*, atendendo, em especial, às suas repercussões no governo das sociedades. Pretende-se, nesse sentido, analisar a atividade desenvolvida por estes agentes, bem como o seu enquadramento normativo, que tem vindo a ser desenvolvido face à necessidade de combater os riscos associados a essa mesma atividade.

Cumpre ter presente que o mercado de capitais português tem uma dimensão marcadamente reduzida, podendo dizer-se o mesmo em relação à generalidade dos mercados de capitais dos países europeus. Pelo contrário, é do conhecimento geral que nos Estados Unidos da América é possível observar um mercado de capitais bastante desenvolvido, existindo nas sociedades cotadas norte-americanas uma grande dispersão do capital. Por esta razão, enquanto estes agentes consubstanciam uma realidade amplamente presente nos Estados Unidos da América, a conjuntura dos mercados de capitais europeus justifica que o impacto da atividade destes “novos” *players* apenas se tenha vindo a sentir recentemente.

Tendo presente este enquadramento, note-se que está em causa um fenómeno relativamente recente que tem ganho cada vez mais relevo entre nós, fruto do seu impacto no governo das sociedades.

Face às características específicas e inovadoras da indústria de *proxy advisory*, esta já foi designada de *outsourcing da corporate governance*<sup>1</sup>. Tal deve-se ao facto de a influência dos *proxy advisors* quanto ao sentido das decisões societárias ser notória e amplamente abordada.

---

<sup>1</sup> Cf. TAO LI, *Outsourcing Corporate Governance: conflict of interest and competition in the proxy advisory industry* (novembro de 2013). ECGI – Finance Working Paper No. 389/2013. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2287196>.

## **2. OS PROXY ADVISORS**

### **2.1. CONTEXTUALIZAÇÃO HISTÓRICA**

O surgimento da atividade desenvolvida pelos *proxy advisors* viu o seu primeiro impulso na publicação do *Employee Retirement Income Security Act*<sup>2</sup> (“ERISA”) em 1974. Esta lei norte-americana exigia que as instituições que administrassem dinheiro para fundos de pensão de índole privada votassem nas reuniões anuais e extraordinárias dessa instituição<sup>3</sup>. Deste modo, se até então, o voto já anteriormente conferido aos acionistas era de certa forma desvalorizado – existindo alguma passividade no exercício deste direito –, a partir deste momento presenciou-se uma crescente preocupação com a participação ativa na vida da sociedade.

Repare-se que esta circunstância se encontra intimamente relacionada com o contexto de mercado de capitais dos Estados Unidos da América. Trata-se de um “mercado de capitais desenvolvido e dinâmico, de proliferação de sociedades cotadas e de grande dispersão dos respetivos capitais sociais, de uma forte presença de investidores institucionais e do caráter transnacional dos seus investimentos”<sup>4</sup>.

Reunidas as referidas condições, assistiu-se, por fim, a uma crescente necessidade de instituir mecanismos que permitissem aos acionistas, ou àqueles que gerem as ações a título da gestão de patrimónios alheios, exercer os respetivos direitos que esse título lhes confere de forma adequada, de modo a intervirem efetivamente na vida societária.

Assim, uma solução profissional que visasse a atividade de aconselhamento quanto ao exercício do direito de voto dos acionistas teria a, este título, uma oportunidade de vingar no mercado, respondendo a esta necessidade.

A ISS – Institutional Shareholder Services Inc. – foi a primeira entidade a prestar serviços deste jaez, pelo que a referência à sua própria história nos parece fundamental nesta sede. Fundada em 1884, a ISS, aproveitando a oportunidade de mercado já referida, lançou no ano seguinte os seus serviços de consultoria em matéria de exercício do direito de voto, emitindo, para o efeito, recomendações dirigidas aos seus clientes, essencialmente investidores institucionais. Ao longo da sua experiência foi estendendo o leque de serviços prestados, não

---

<sup>2</sup> Disponível em

<https://legcounsel.house.gov/Comps/Employee%20Retirement%20Income%20Security%20Act%20Of%201974.pdf>.

<sup>3</sup> DOYLE, Timothy M., *The Conflicted Role of Proxy Advisors* (maio de 2018), p. 7, disponível em <http://accfcorgov.org/wp-content/uploads/2018/05/ACCF-The-Conflicted-Role-of-Proxy-Advisors.pdf>.

<sup>4</sup> FERREIRA, Juliano, “Proxy advisors, os consultores em matéria de votação”, em AA.VV., *A Designação de Administradores*, Coimbra (2015), p. 202.

obstante os serviços de *proxy advisory* mantêm até aos dias de hoje o destaque para a atividade por si desempenhada<sup>5</sup>.

## **2.2. ATIVIDADE**

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

Assim sendo, a função destes *players* pode caracterizar-se como substitutiva, pois este aconselhamento resulta de um processo levado a cabo pelos *proxy advisors*, pelo qual são desempenhadas funções que os próprios acionistas poderiam desempenhar, caso dispusessem de meios, tempo, recursos e vontade para tal<sup>6</sup>.

Posto isto, parece-nos legítimo afirmar que os *proxy advisors* exercem uma influência significativa no desfecho das deliberações das sociedades cotadas<sup>7</sup>.

Finalmente, repare-se que ainda que a atividade prestada por estes agentes do mercado se traduza, na sua essência, na prestação de serviços relativos ao aconselhamento sobre o voto, a sua atividade não se encontra objetivamente limitada à prestação destes serviços. Nas funções desempenhadas no exercício da sua atividade também se incluem o voto por procuração, avaliações sobre o governo das sociedades, o apoio no cumprimento de deveres fiduciários, entre outras.

## **2.3. RISCOS ASSOCIADOS À ATIVIDADE**

A atividade de consultoria societária comporta diversos riscos que devem ser tidos em conta na análise desta realidade, sendo os mesmos expostos *infra*.

---

<sup>5</sup> Para informação mais detalhada sobre a história da ISS, *v.* <https://www.issgovernance.com/about/iss-history/>.

<sup>6</sup> FERREIRA, Juliano, “Proxy advisors, os consultores em matéria de votação”, em AA.VV., *A Designação de Administradores*, Coimbra (2015), p. 205.

<sup>7</sup> Esta influência difere consoante a dimensão do investidor que esteja em causa. Isto é, os pequenos investidores estão menos aptos a conduzir uma análise quanto à forma como vão exercer o seu direito de voto, tomando, por si só, o sentido da recomendação emitida pelos *proxy advisors*, ao invés os investidores de maior dimensão utilizam essa recomendação como ponto de partida para a sua análise quanto à forma como vão exercer o direito de voto. Nesse sentido, *v.* CHOI, Stephen J., FISCH, Jill E. e KAHAN, Marcel, *Who Calls the Shots?: How Mutual Funds Vote on Director Elections* (2013). Harvard Business Law Review, Vol. 3, P. 35, 2013; University of Pennsylvania, Institute for Law & Economics Research Paper No. 11-28; NYU Law and Economics Research Paper No. 11-29. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1912772>.

### **2.3.1. CUSTOS DA AGÊNCIA**

Importa, primeiramente, referir que esta atividade envolve, por natureza, um desalinhamento de interesses, na medida em que os *proxy advisors* não correm os riscos associados às decisões de investimento por si prestadas.

Acontece que não estão sujeitos a qualquer esquema de vinculação fiduciária para com os seus clientes, o que potencia uma atuação sem controlo, o que pode também propiciar que a sua atuação se rega apenas pela obtenção de resultados imediatos, o que se revela incompatível com os interesses de longo prazo dos próprios clientes.

Pelo facto de não existir nenhum incentivo adequado a promover a confluência de interesses de ambas as partes envolvidas nesta prestação de serviços, uma intervenção regulatória afigura-se necessária para colmatar este risco<sup>8</sup>.

### **2.3.2. FALTA DE TRANSPARÊNCIA**

A opacidade dos procedimentos e métodos adotados no decorrer da sua atividade por parte dos *proxy advisors* corresponde a outro risco apto a provocar preocupações no mercado.

Esta indústria caracteriza-se por um conhecimento tendencialmente exclusivo do resultado final. Ora, esta questão tem como consequência eventual a distorção dos mecanismos de escolha dos investidores, pois, sem estarem munidos dos elementos que levaram a agência a aconselhá-los num determinado sentido, impede-se a realização de um escrutínio das recomendações dirigidas aos clientes pelos mesmos. Por isso, pode afirmar-se que esta questão constitui um fator anticoncorrencial<sup>9</sup>.

### **2.3.3. FALTA DE QUALIDADE**

Face à não divulgação dos métodos utilizados neste mercado, gera-se, naturalmente, uma incerteza no tocante à qualidade dos serviços prestados.

---

<sup>8</sup> FERREIRA, Juliano, “Proxy advisors, os consultores em matéria de votação”, em AA.VV., *A Designação de Administradores*, Coimbra (2015), p. 207.

<sup>9</sup> FERREIRA, Juliano, “Proxy advisors, os consultores em matéria de votação”, em AA.VV., *A Designação de Administradores*, Coimbra (2015), p. 208.

A verdade é que são conhecidos casos de incongruências das análises e resultados na indústria de *proxy advisory*<sup>10</sup>, que não chegam a ser, na maior parte dos casos, conhecidos pelos clientes, justamente porque estes não têm acesso aos procedimentos adotados com vista à emissão de recomendações.

#### **2.3.4. CONFLITO DE INTERESSES**

Da circunstância de os *proxy advisors* prestarem, simultaneamente, serviços quer à empresa investida quer aos investidores, deriva a suscetibilidade de se originarem situações de conflito de interesses<sup>11</sup>.

Note-se que a relação contratual simultânea com a sociedade agrava, obviamente, os riscos de conflito de interesses. Nestes casos, não é possível garantir, *a priori*, a qualidade do serviço prestado, pois o resultado das recomendações emitidas aos acionistas pode ser afetado por possíveis vínculos entre os consultores em matéria de voto e os órgãos de administração.

Pode suceder que estas agências sejam contratadas pela própria sociedade com o intuito de prestarem serviços de aconselhamento prévio à assembleia, de modo a evitar a formulação de propostas aos votantes nessa assembleia de recomendações de voto negativas<sup>12</sup>.

#### **2.3.5. FALTA DE CONCORRÊNCIA**

É comumente apontado que existe um problema de falta de concorrência no que aos *proxy advisors* diz respeito. A verdade é que os *players* principais do mercado são as empresas norte-americanas ISS e Glass Lewis, que exercem um controlo significativo do mercado, correspondendo a sua *market share* conjunta a, aproximadamente, 97 por cento<sup>13</sup>. Assim, este mercado tem uma estrutura oligopolista, o que significa que existem entraves significativas à entrada de novos concorrentes<sup>14</sup>.

---

<sup>10</sup> Exemplo disso são os erros apontados à metodologia da ISS. Nesse sentido, *v.* BELINFANTI, Tamara, *The Proxy Advisory & Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control* (fevereiro de 2010). Stanford Journal of Law Business & Finance, Vol. 14, p. 385, 2009; NYLS Legal Studies Research Paper No. 09/10 #21. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1558097>.

<sup>11</sup> BALP, Gaia, *Regulating Proxy Advisors Through Transparency: Pros and Cons of the EU Approach* (março de 2016), pp. 4-5. European Company and Financial Law Review Vol. 14, No. 1. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3097721>.

<sup>12</sup> OLIVEIRA, Ana Perestelo de, *Manual de Governo das Sociedades*, Coimbra (agosto de 2017), p. 127.

<sup>13</sup> Sendo que a ISS se destaca, uma vez que detém, aproximadamente, 61 por cento da quota de mercado, enquanto a Glass Lewis detém cerca de 36 por cento de quota de mercado. Nesse sentido, GLASSMAN, James K., e Verretand, J. W., *How To Fix Our Broken Proxy Advisory System*, Mercatus Center (abril de 2013), p. 8, disponível em: [http://www.shareholderforum.com/e-mtg/Library/20130416\\_Mercatus-report.pdf](http://www.shareholderforum.com/e-mtg/Library/20130416_Mercatus-report.pdf).

<sup>14</sup> KLÖHN, Lars, e SCHWARZ, Philip, *The Regulation of Proxy Advisors* (junho de 2012). Capital Markets Law Journal 8:1 (2013), 90-107, disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2079799>.

### 3. QUADRO NORMATIVO

Face à estrutura oligopolista do mercado de *proxy advisory*, entende-se que uma intervenção corretiva imposta de forma recíproca pelos concorrentes não será eficaz, na medida em que não se mostra apta a resolver os riscos associados à atividade em análise supramencionados<sup>15</sup>. Como tal, um enquadramento legal da atividade a nível internacional revela-se decisivo. A verdade é que, em virtude da importância crescente que este tema tem vindo a merecer, o direito comunitário tem tido desenvolvimentos bastante relevantes a este nível.

Num primeiro momento, há que referir o “*Livro Verde — O quadro da UE do governo das sociedades*” (COM [2011] 164 final)<sup>16</sup>. A Comissão Europeia aborda o tema dos consultores em matéria de voto, equacionando, desde logo, a eventual necessidade de implementação de medidas de natureza legislativa. No parecer realizado pelo Comité Económico e Social Europeu sobre o “*Livro Verde — O quadro da UE do governo das sociedades*”<sup>17</sup>, responde-se em sentido favorável às questões colocadas pela Comissão Europeia.

No decurso de 2011, a *European Securities and Markets Authority* (“ESMA”)<sup>18</sup> promoveu um *fact finding exercise* tendo em vista a apreensão da natureza das relações que se constituem no âmbito da atividade conduzida pelos *proxy advisors*. Em resultado dessa análise, foi em 2012 publicado pela ESMA um *Discussion Paper*, intitulado “*An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options*”<sup>19</sup>, que compreendia os principais problemas do mercado e possíveis medidas de política regulatória. Por último, foi em 2013 publicado pela ESMA o “*Final Report*”<sup>20</sup>, resultado da análise iniciada em 2011. A ESMA concluiu que ainda que fosse desejável um esforço coordenado em temas como a transparência, não estavam reunidos elementos demonstrativos bastantes de que a atuação dos *proxy advisors* requeresse a introdução de uma regulamentação específica.

---

<sup>15</sup> CORREIA, Francisco Mendes, “Proxy Advisors: parte do problema e da solução”, comentário no blogue Governance Lab (2013), disponível para consulta em <http://www.governancelab.org/pt/post/proxy-advisors-parte-do-problema-e-da-solucao-1>. No mesmo sentido, ECKSTEIN, Asaf, *Great Expectations: The Peril of an Expectations Gap in Proxy Advisory Firm Regulation* (julho de 2014). 40 Del. J. Corp. L. 77 (2015). Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2469158>. Alerta para os riscos de se confiar na autorregulação do fenómeno, falando a este propósito de um *expectation gap*.

<sup>16</sup> Disponível em [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/com2011-164\\_pt.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_pt.pdf), ver 2.5. (p. 16 e 17).

<sup>17</sup> Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52011AE1582&from=PT>, ver 3.3.4.

<sup>18</sup> Trata-se da Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados. Para informações adicionais, v. <http://www.cmvm.pt/pt/Cooperacao/esma/Pages/o-que-e-a-ESMA.aspx>.

<sup>19</sup> Disponível em [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-773\\_dp\\_dlt.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-773_dp_dlt.pdf).

<sup>20</sup> Disponível em <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-84.pdf>.

Não obstante, a ESMA tomou partido no sentido de incentivar que a própria indústria adotasse medidas de autorregulação. Assim sendo, constituiu-se o *Best Practice Principles Group*, formado por membros da indústria, que aprovou os *Best Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis*<sup>21</sup> em março de 2014. Este Código de Conduta era de adesão voluntária<sup>22</sup> e a sua adoção era realizada nos termos do princípio *comply or explain*.

É certo que também se pretendia disciplinar esse fenómeno no âmbito da própria União Europeia<sup>23</sup>. O primeiro passo nesse sentido prende-se com a divulgação pela Comissão Europeia, a 12 de dezembro de 2012, do seu “*Plano de ação: Direito das sociedades europeu e governo das sociedades - um quadro jurídico moderno com vista a uma maior participação dos acionistas e a sustentabilidade das empresas*”<sup>24</sup>, ainda na pendência da análise desenvolvida pela ESMA. A discussão sobre a regulação da *proxy advisory* integra-se na segunda linha de ação, respeitante à promoção do maior envolvimento dos acionistas em matéria de *corporate governance*.

Em abril de 2014, foi divulgada pela Comissão Europeia uma proposta de alteração à Diretiva 2007/36/CE, no que se refere aos incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo e a Diretiva 2013/34/EU, no que se refere a determinados elementos da declaração sobre o governo das sociedades<sup>25</sup>. Por via desta proposta de alteração pretendia-se combater duas insuficiências detetadas – por um lado, “as metodologias utilizadas por esses consultores para elaborar as suas recomendações nem sempre tinham suficientemente em conta o mercado e a regulamentação locais<sup>26</sup>”, e, por outro lado, o facto de “os consultores em causa prestarem serviços aos emitentes, o que poderá afetar a sua independência e a sua capacidade de prestar um aconselhamento objetivo e fiável”.

O mais recente marco deste processo de adoção de regulação a aplicar-se aos consultores em matéria de direito de voto teve lugar em 17 de maio de 2017, com a publicação no Jornal

---

<sup>21</sup> Para informações complementares a este respeito, consultar <http://bppgrp.info>.

<sup>22</sup> Aquando da publicação deste texto eram signatários do Código de Conduta a *Manifest Information Services*, a ISS e a *Glass Lewis*. Para mais informações relativamente a esta matéria, v. <https://bppgrp.info/signatory-statements/>.

<sup>23</sup> De facto, a importância crescente do tema conduziu a um desejo generalizado de o regular. A título ilustrativo, Daniel M. Gallagher, antigo *commissioner* da *Securities and Exchange Commission* (“SEC”), interveio no encontro da *Society of Corporate Secretaries and Governance Professionals* em julho de 2013, dizendo o seguinte: “*I believe that Commission should fundamentally review the role and regulation of proxy advisory firms and explore possible reforms, including, but not limited to, requiring them to follow a universal code of conduct, ensuring that their recommendations are designed to increase shareholder value, increasing the transparency of their methods, ensuring that conflicts of interest are dealt with appropriately, and increasing their overall accountability. I am not alone in raising these issues... what Europe policymakers and our own Congress have highlighted is that changes need to be made so that proxy advisors are subject to oversight and accountability commensurate with their role.*” Discurso integral disponível em <https://www.sec.gov/news/speech/spch071113dmgh.htm>.

<sup>24</sup> Disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/ALL/?uri=CELEX%3A52012DC0740>.

<sup>25</sup> Proposta de alteração, disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A52014PC0213>. Releva nesta sede o artigo 3.º-I.

<sup>26</sup> Note-se que a própria *Securities and Exchange Commission* (“SEC”) se referiu em 2010 ao método utilizado pelos agentes desta indústria como uma “*one-size-fits-all approach*”, v. CALLUZZO, Paul e DUDLEY, Evan, *The Real Effects of Proxy Advisors on the Firm* (julho de 2017). Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2619698>.

Oficial da União Europeia da Diretiva (UE) 2017/828<sup>27</sup>, que altera a Diretiva 2007/36/CE no que se refere aos incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo. A proposta de alteração é incluída neste instrumento jurídico apenas com pequenas nuances, no seu artigo 1º, número 2, que dita a inclusão do artigo 3º-J na Diretiva 2007/36/CE. Assim, a atividade dos *proxy advisors* passa a estar sujeita a requisitos de transparência, que se concretizam com a divulgação ao público do código de conduta que aplicam<sup>28</sup>, de informações essenciais no que concerne à preparação dos seus estudos, dos seus pareceres e das suas recomendações de voto e, por fim, dos conflitos de interesses, reais ou potenciais, ou as relações de negócios suscetíveis de influenciar a preparação dos mesmos.

Como já tinha sido previamente adiantado, contrariamente ao que sucede na proposta de alteração, na Diretiva em análise não se incluiu a necessidade da prestação de informações relativas ao número total de colaboradores envolvidos na preparação das recomendações de voto e o número total de recomendações de voto emitidas no ano anterior<sup>29</sup>.

Finalmente, como é claro entre nós, para que a Diretiva produza efeitos no direito nacional, urge que se elabore uma lei, que prossiga os objetivos por esta definidos, com vista à sua transposição. Essa transposição deverá ser feita até ao dia 10 de junho de 2019, nos termos do artigo 2º, número 1, da Diretiva (UE) 2017/828.

---

<sup>27</sup> Disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32017L0828>.

São especialmente relevantes os considerandos 26, 27 e 46.

<sup>28</sup> Esta exigência demonstra que o Parlamento Europeu e o Conselho não estão dispostos a renunciar aos recentes esforços de autorregulamentação da própria indústria. Não obstante, parece claro que com a inclusão deste artigo na Diretiva, admitem que essa regulação, por si só, não se apresenta como eficaz para enfrentar os riscos associados à atividade dos *proxy advisors*. Daí que adotem uma regulação que vai além do respeito pelo princípio *comply or explain*. Neste sentido, v. BALP, Gaia, *Regulating Proxy Advisors Through Transparency: Pros and Cons of the EU Approach* (março de 2016), p. 17. *European Company and Financial Law Review* Vol. 14, No. 1. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3097721>.

<sup>29</sup> Corresponde às alíneas e) e f), do número 2, da proposta de alteração (*supra* 21).

## 4. CONCLUSÃO

As considerações quanto à atividade desenvolvida pelos *proxy advisors* não são uniformes<sup>30</sup>. Se, por um lado, o recurso aos *proxy advisors* se revela absolutamente legítimo originando boas práticas de governo societário<sup>31</sup>, por outro lado, a sua influência no resultado das votações na assembleia geral é incontestável.

Não obstante, parece claro que, como bem refere FRANCISCO MENDES CORREIA, “a existência de entidades que agregam acionistas e através de economias de escala ajudam a ultrapassar os típicos problemas de ação coletiva promove um envolvimento mais esclarecido e interventivo dos acionistas”. Neste sentido, a abordagem deste tópico deverá ser encarada tendo presente que os *proxy advisors* fazem parte da solução, devendo a intervenção legislativa minimizar os riscos associados à atividade destes agentes<sup>32</sup>.

Tendo por base o universo normativo atual, constatamos que a regulação da disciplina dos consultores em matéria de voto se revelou mister para assegurar o correto desempenho da sua função. Isto porque está em causa um tema em que, naturalmente, não existe uma correspondência entre a medida do poder que é reconhecido e os mecanismos de controlo e/ou de incentivo a uma atuação que se pautem por precisas e fiáveis.

Cabe-nos tecer uma nota final em relação ao último passo dado pelo direito comunitário no sentido de regular a atividade desenvolvida pelos *proxy advisors*. Parece-nos prematuro aferir sobre as repercussões que a recente intervenção legislativa terá na própria indústria, visto que resta cerca de um ano até ao término do prazo de transposição da diretiva que introduz esta regulamentação e sabemos que essa transposição é na maior parte das vezes tardia (incumprindo, por muitas vezes, o prazo previsto para o efeito). Não obstante, os possíveis efeitos desta regulação merecem algumas considerações. Repare-se que a imposição de requisitos de transparência pode penalizar as pequenas empresas que prestam serviços de aconselhamento em matéria de voto, resultando esse impacto negativo numa maior concentração do mercado através da aquisição destas pelas empresas maiores ou, simplesmente, na sua saída do mercado. Ademais, uma vez que do cumprimento dos requisitos

---

<sup>30</sup> Há quem se pronuncie no sentido de que esta indústria conduz a uma otimização da votação acionista e ao aumento do valor da empresa, conforme refere ANA PERESTELO DE OLIVEIRA em *Manual de Governo das Sociedades* (agosto de 2017), p. 127. Nesse mesmo sentido, cf. CALLUZO, Paul e DUDLEY, Evan, *Who coordinates shareholders votes? The role of proxy advisor in corporate governance* (outubro de 2015). Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2619698>.

<sup>31</sup> Na medida em que combate a passividade dos acionistas, que se traduz num obstáculo ao bom governo das sociedades. Nesse sentido, v. CORREIA, Francisco Mendes, “Proxy Advisors: parte do problema e da solução”, comentário no blogue Governance Lab (2013), disponível para consulta em <http://www.governancelab.org/pt/post/proxy-advisors-parte-do-problema-e-da-solucao-1>.

<sup>32</sup> CORREIA, Francisco Mendes, “Proxy Advisors: parte do problema e da solução”, comentário no blogue Governance Lab (2013), disponível para consulta em <http://www.governancelab.org/pt/post/proxy-advisors-parte-do-problema-e-da-solucao-1>.

legais por estas sociedades resulta um custo acrescido, haverá, à partida, fundamento para exigir uma contraprestação mais elevada aos seus clientes. Esta circunstância poderá conduzir a dois resultados distintos – o aumento da confiança nas recomendações de voto emitidas por parte dos investidores, ou, a renúncia ao uso deste serviço para quem está mais exposto às fraquezas do sistema<sup>33</sup>.

---

<sup>33</sup> BALP, Gaia, *Regulating Proxy Advisors Through Transparency: Pros and Cons of the EU Approach* (março de 2016), p. 24. *European Company and Financial Law Review* Vol. 14, No. 1. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3097721>.

## 5. **BIBLIOGRAFIA**

AA.VV., *A Designação de Administradores*, Coimbra, (2015), pp. 201-225.

BALP, Gaia, *Regulating Proxy Advisors Through Transparency: Pros and Cons of the EU Approach* (março de 2016), pp. 4-5. *European Company and Financial Law Review* Vol. 14, No. 1.

BELINFANTI, Tamara, *The Proxy Advisory & Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control* (fevereiro de 2010). *Stanford Journal of Law Business & Finance*, Vol. 14, p. 385, 2009; NYLS Legal Studies Research Paper No. 09/10 #21.

CALLUZZO, Paul e DUDLEY, Evan, *The Real Effects of Proxy Advisors on the Firm* (julho de 2017).

CHOI, Stephen J., FISCH, Jill E. e KAHAN, Marcel, *Who Calls the Shots?: How Mutual Funds Vote on Director Elections* (2013). *Harvard Business Law Review*, Vol. 3, P. 35, 2013; University of Pennsylvania, Institute for Law & Economics Research Paper No. 11-28; NYU Law and Economics Research Paper No. 11-29.

CORREIA, Francisco Mendes, "Proxy Advisors: parte do problema e da solução", comentário no blogue Governance Lab (2013).

DOYLE, Timothy M., *The Conflicted Role of Proxy Advisors* (maio de 2018).

ECKSTEIN, Asaf, *Great Expectations: The Peril of an Expectations Gap in Proxy Advisory Firm Regulation* (julho de 2014). 40 *Del. J. Corp. L.* 77 (2015).

GLASSMAN, James K., e VERRETAND, J. W., *How To Fix Our Broken Proxy Advisory System*, Mercatus Center (abril de 2013).

KLÖHN, Lars, e SCHWARZ, Philip, *The Regulation of Proxy Advisors* (junho de 2012). *Capital Markets Law Journal* 8:1 (2013), 90-107.

OLIVEIRA, Ana Perestelo de, *Manual de Governo das Sociedades*, Coimbra (agosto de 2017), pp. 126-129.

TAO LI, *Outsourcing Corporate Governance: conflict of interest and competition in the proxy advisory industry* (novembro de 2013). ECGI – Finance Working Paper No. 389/2013.