

# RELATÓRIO ANUAL DE MONITORIZAÇÃO

# CEAM

COMISSÃO EXECUTIVA DE  
ACOMPANHAMENTO E  
MONITORIZAÇÃO CÓDIGO DE  
GOVERNO DAS SOCIEDADES DO IPCG

# 2020

# COMISSÃO DE ACOMPANHAMENTO E MONITORIZAÇÃO DO CÓDIGO DE GOVERNO DAS SOCIEDADES DO IPCG

Pedro Maia (Presidente)  
Alexandre Lucena e Vale  
Ana Perestrelo de Oliveira  
Isabel Ucha  
José Gonçalo Maury  
José Veiga Sarmento  
Miguel Athayde Marques  
Paulo Câmara

## COMISSÃO EXECUTIVA DE ACOMPANHAMENTO E MONITORIZAÇÃO DO CÓDIGO DE GOVERNO DAS SOCIEDADES DO IPCG

Duarte Calheiros (Presidente)  
Abel Sequeira Ferreira  
Rui Pereira Dias (Diretor Executivo)  
Renata Melo Esteves

## EQUIPA TÉCNICA DE APOIO À MONITORIZAÇÃO

Ana Jorge Martins · Francisca Pinto Dias  
Mariana Leite da Silva · Nuno Devesa Neto

### EDIÇÃO:

IPGG | Instituto Português de Corporate Governance  
Edifício Victoria • Av. da Liberdade, n.º 196, 6.º andar  
1250-147 Lisboa • Portugal  
Tel./Fax: (+351) 21 317 40 09 • E-mail: [ipcg@cgov.pt](mailto:ipcg@cgov.pt)  
[www.cgov.pt](http://www.cgov.pt)

### ISBN

978-989-54925-4-1

# SUMÁRIO

I.	Sumário executivo .....	5
II.	Introdução .....	11
III.	Princípios da Monitorização .....	15
IV.	Metodologia .....	17
V.	Avaliação do grau de acolhimento .....	19
V.1.	Enquadramento .....	19
V.1.1.	Recomendações múltiplas .....	19
V.1.2.	Recomendações não aplicáveis .....	20
V.1.3.	Resultados .....	21
V.2.	A qualidade do <i>explain</i> .....	22
V.2.1.	O princípio <i>comply or explain</i> .....	22
V.2.2.	A avaliação do <i>explain</i> .....	24
V.3.	Conteúdos do Código monitorizados pela CEAM .....	26
Capítulo I	Parte Geral .....	26
Capítulo II	Acionistas e Assembleia Geral .....	33
Capítulo III	Administração Não Executiva e Fiscalização ..	38
Capítulo IV	Administração Executiva .....	45
Capítulo V	Avaliação de Desempenho, Remunerações e Nomeações .....	49
Capítulo VI	Controlo Interno .....	60
Capítulo VII	Informação Financeira .....	65
VI.	Conclusões .....	69

# ÍNDICE DE GRÁFICOS, IMAGENS E TABELAS

GRÁFICO 1 Acolhimento de recomendações do CGS.....	7
GRÁFICO 2 As recomendações mais acolhidas .....	8
GRÁFICO 3 As recomendações menos acolhidas .....	9
Como fazer um bom <i>explain</i> ? .....	24
Recomendações novas ou com nova exigência	
I.4.1. ....	31
III.6. ....	44
IV.3. ....	48
V.2.3.....	52
Indicações às empresas para futuros relatórios de governo	
I.5.1. ....	32
II.3. ....	36
IV.1. ....	47
V.2.5.....	53
VI.1.(2) .....	61
VI.2. ....	63
VII.1.1. ....	66
VII.2.3.....	68
ANEXO I – Tabela comparativa (2019-2020) dos resultados individuais das 74 subrecomendações.....	73
ANEXO II – Lista de emitentes monitorizadas (exercício de 2020) .....	79

# SUMÁRIO EXECUTIVO

O presente Relatório Anual de Monitorização (**RAM**) é o terceiro elaborado por referência ao novo sistema de monitorização introduzido com o Código de Governo das Sociedades do IPCG (doravante, identificado como **CGS**), inicialmente aprovado em 2018.

Trata-se, todavia, do primeiro Relatório sobre a monitorização do CGS revisto em 2020.

Composto por 53 recomendações, que, para efeitos de monitorização, foram desdobradas em 74 subrecomendações, o CGS revisto em 2020 representou mais um passo significativo no sentido da autorregulação do governo das sociedades em Portugal

Neste documento, em termos similares ao realizado nos dois anos anteriores, dá-se conta dos trabalhos de acompanhamento e monitorização efetuados com respeito ao exercício de 2020.

Deste exercício resulta a conclusão de que o grau médio de acolhimento do CGS, no total das empresas emitentes monitorizadas, com respeito à totalidade das recomendações e subrecomendações, ascendeu a cerca de 79%. A percentagem, no caso das empresas emitentes que integram o PSI 20, eleva-se para 83%.

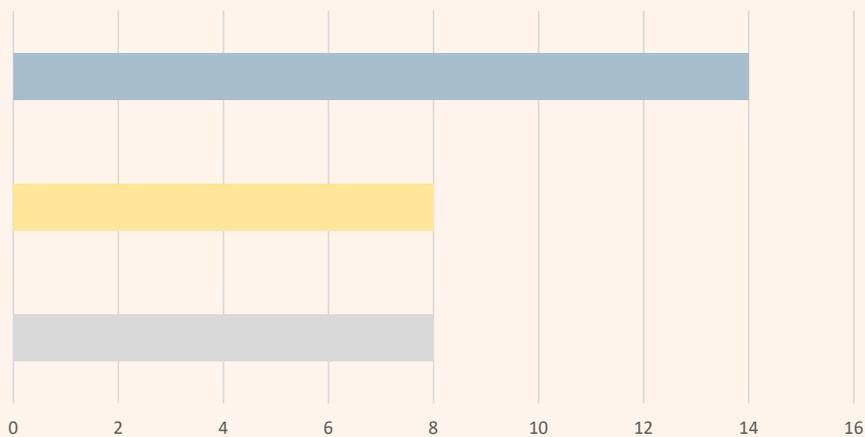
Estes resultados não permitem uma comparação linear com os obtidos por referência a 2018 e 2019. Na verdade, não só a organização do Código foi modificada, como sobretudo o conteúdo foi em diversos aspetos objeto de alteração. Tal como sucedeu no passado recente, com respeito ao Código na sua versão de 2018, é provável que a uma maior dificuldade inicial em lograr o acolhimento, perante conteúdos recomendatórios com novas feições, se siga no futuro próximo uma melhoria das práticas e/ou do seu reporte em sede dos relatórios de governo das empresas emitentes. É essa a expectativa com que perspetivamos o exercício que se seguirá.

Deste modo, os trabalhos de monitorização que aqui se relatam, e que a seguir se pormenorizam, voltam a abrir boas perspetivas de futuro: não apenas o grau de acolhimento das recomendações pode continuar a considerar-se amplamente satisfatório, como também os contactos estabelecidos com as empresas emitentes permitiram evidenciar, uma vez mais, a sua crescente preocupação com o governo societário.

Renovamos, assim, a convicção de que as empresas continuarão a desenvolver os seus melhores esforços para a sustentada melhoria das práticas de *corporate governance*.

# GRÁFICO 1

## ACOLHIMENTO DE RECOMENDAÇÕES DO CGS



Nº DE EMPRESAS EMITENTES EM QUE SE VERIFICOU O ACOLHIMENTO DE:

■ 65 a 74 (sub)recomendações    ■ 55 a 64 (sub)recomendações    ■ até 54 (sub)recomendações.

## GRÁFICO 2

### AS RECOMENDAÇÕES MAIS ACOLHIDAS



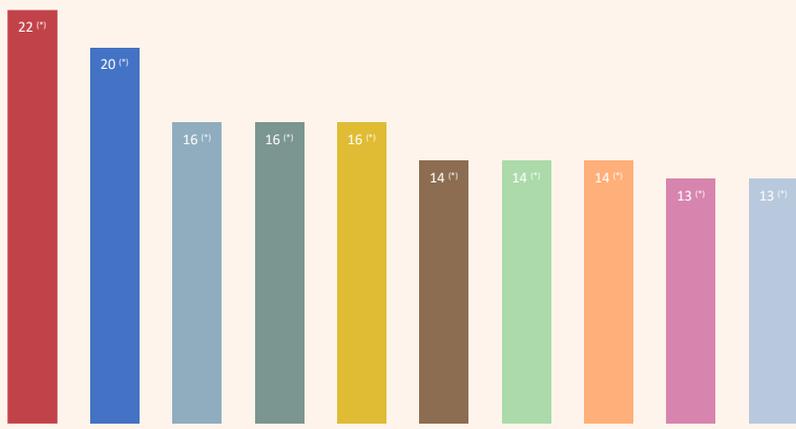
- I.1.1. – instituição de mecanismos para atempada divulgação de informação
- I.2.2.(4) e (5) – elaboração de atas das reuniões dos órgãos de administração e de fiscalização
- I.2.3.(2) – divulgação, no sítio da Internet, do número de reuniões anuais dos órgãos e comissões
- I.2.4. – adoção de uma política de comunicação de irregularidades (whistleblowing)
- V.2.2. – fixação das remunerações por comissão (ou pela AG, sob proposta de comissão)
- VI.6.(1) – instituição de uma função de gestão de riscos, identificando os principais riscos a que se encontra sujeita a empresa emitente
- VI.6.(3) – instituição da função de gestão de riscos, identificando os instrumentos e medidas a adotar para sua mitigação
- VII.2.2.(1) – o órgão de fiscalização como principal interlocutor do ROC e primeiro destinatário dos seus relatórios
- VII. 2.3 – avaliação anual, pelo órgão de fiscalização, do trabalho do ROC

Nota: são aqui consideradas recomendações que foram tidas como aplicáveis, pelo menos, à maioria das empresas emittentes, o que levou a que se excluíssem do gráfico as recomendações III.2.(3) e V.2.9., de acolhimento integral mas aplicáveis a um reduzido número de empresas emittentes (3% e 10%, respetivamente).

(%) Percentagem de acolhimento

## GRÁFICO 3

### AS RECOMENDAÇÕES MENOS ACOLHIDAS



### RECOMENDAÇÃO

- III.6. (2) - o órgão de fiscalização avalia e pronuncia-se sobre a política de risco (2), previamente à sua aprovação final pelo órgão de administração
- III.6. (1) - o órgão de fiscalização avalia e pronuncia-se sobre as linhas estratégicas (1), previamente à sua aprovação final pelo órgão de administração
- III.1. - designação, pelos administradores independentes, de um coordenador
- V.2.3. - aprovação de montante máximo de todas as compensações a pagar por cessação de funções de membro de órgão social
- V.3.1. - promoção, pela sociedade, de que as propostas para eleição de membros dos órgãos sociais sejam acompanhadas de fundamentação sobre adequação, à função a desempenhar, do perfil, conhecimentos e currículo de cada candidato
- III.7.(2) - existência de comissão especializada em matéria de nomeações
- V.3.2. - existência de comissão de acompanhamento e apoio às designações de quadros dirigentes
- VII.2.1. - definição, pelo órgão de fiscalização, dos procedimentos de fiscalização destinados a assegurar a independência do ROC
- III.4. - administradores não executivos independentes em número não inferior a um terço
- III.7.(1) - existência de comissão especializada em matéria de governo societário

(\*) N.º de empresas emitentes que não acolheram



# INTRODUÇÃO

O Relatório Anual de Monitorização que ora se apresenta (doravante também abreviadamente referido por **RAM**) constitui a terceira análise elaborada por referência ao CGS do IPCG, tratando-se, contudo, da primeira que incide sobre o CGS revisto em 2020.

A implementação do novo código resultou do esforço levado a cabo pelo IPCG – Instituto Português de Corporate Governance (doravante, o **IPCG**), em cooperação com a CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (doravante, a **CMVM**) e a AEM – Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado (doravante, a **AEM**), de que são testemunho os Protocolos celebrados com ambas as entidades<sup>1</sup>.

Foi no quadro fundamental traçado por esses instrumentos que se desenhou um sistema de monitorização, nos termos do qual a CEAM vem desempenhando as tarefas que ora permitem a divulgação do presente Relatório.

---

1. O Protocolo celebrado entre a CMVM e o IPCG encontra-se disponível em: <https://cgov.pt/images/ficheiros/2018/protocolo-cmvm-ipcg.pdf>.

O Protocolo celebrado entre a AEM e o IPCG, encontra-se disponível em: <https://cgov.pt/images/ficheiros/2018/protocolo-ipcg-aem-monitorizacao-f.pdf>.

Em complemento ao Protocolo celebrado, a CMVM divulgou, em janeiro de 2019, a notificação respeitante às novas regras e procedimentos para 2019 no que respeita à supervisão do regime recomendatório do governo societário, através da Circular da CMVM, "A supervisão do regime recomendatório do Governo Societário – novas regras e procedimentos para 2019", de 11/01/2019: v. <https://cam.cgov.pt/pt/noticia/1339-notificacao-da-cmvm-sobre-novas-regras-e-procedimentos-para-2019-em-materia-corporate-governance>.

Composta atualmente por quatro membros, incluindo um Diretor Executivo responsável pela coordenação dos trabalhos de natureza técnica<sup>2</sup>, a CEAM, para além da interação com as empresas emitentes no sentido de esclarecer dúvidas interpretativas sobre o teor das recomendações, recolheu a informação pública indispensável às tarefas de monitorização, encetou um diálogo com empresas para a análise dos seus resultados preliminares, respondeu a comentários escritos recebidos nesse processo e, por fim, comunicou a cada uma das empresas emitentes os resultados finais da sua análise.

Deste modo, foram obtidos os elementos e esclarecimentos necessários a uma monitorização informada, assegurando a objetividade e isenção que se impõem a um tal exercício, mas com sensibilidade para as particularidades de cada empresa emitente, mormente as vertidas nas explicações fornecidas em sede dos respetivos relatórios de governo societário.

Por conseguinte, em linha com as melhores práticas internacionais e com o quadro regulamentar em vigor em Portugal, a aferição do acolhimento de cada recomendação pautou-se pela atenção votada às opções explicitadas pelas empresas, de modo a, sempre que apropriado, valorar tais opções como materialmente equivalentes ao direto acolhimento do Código, assim concretizando a filosofia de *comply or explain* que lhe está subjacente.

---

2. Para a realização dos trabalhos de monitorização em 2020 foi obtido o auxílio de uma equipa técnica de quatro elementos, que se juntaram a Rui Pereira Dias e Renata Melo Esteves (membros da CEAM), composta por Nuno Devesa Neto (que apoiou também a coordenação dos trabalhos de monitorização), Ana Jorge Martins, Francisca Pinto Dias e Mariana Leite da Silva.

O Relatório, depois de aprovado com o voto unânime dos membros da CEAM, é submetido à aprovação final da CAM.

Assim, adotando a estrutura e sequência definida pela CAM no exercício da respectiva competência, no presente Relatório apresentamos de seguida os princípios que regem a monitorização (III.), após o que se dá conta da metodologia de trabalho utilizada (IV.).

Feito esse enquadramento, estaremos em condições de avançar para a avaliação do grau de acolhimento das recomendações do Código (V.), dando nota prévia do tratamento conferido às recomendações múltiplas, bem como às não aplicáveis, e o modo como os resultados da monitorização foram definidos.

Nesse contexto, importará recordar o significado do princípio *comply or explain*, em que assenta o Código, bem como reportar o modo como o *explain* foi utilizado pelas empresas emitentes e avaliado em sede de monitorização.

Com base neste conjunto de elementos, o Relatório apresenta, capítulo a capítulo, as observações adicionais necessárias em face de cada recomendação do CGS e dos conteúdos monitorizados pela CEAM, após o que são apresentadas breves conclusões finais (VI.).



# 3 PRINCÍPIOS DA MONITORIZAÇÃO

Os trabalhos de monitorização desenvolvidos pela CEAM encontram o seu enquadramento fundamental nos Protocolos celebrados entre a CMVM e o IPCG e entre o IPCG e a AEM.

Em particular, neste último documento, com relevo para a compreensão dos termos e dos resultados da análise empreendida, encontram-se fixados os princípios em que deve assentar a monitorização:

- a) **Necessidade** — a monitorização do CGS é um elemento indispensável do sistema de governo das sociedades, como meio de conhecer a forma e o nível de acolhimento das recomendações e as áreas mais críticas de não acolhimento;
- b) **Independência** — a monitorização do CGS deve ser assegurada, institucional e pessoalmente, por entidades e pessoas que possam dar garantias da necessária independência em relação às entidades que adotem o CGS;
- c) **Autonomia** — a monitorização do CGS é autónoma do exercício de quaisquer competências de autoridades, judiciais ou administrativas, na sua atividade de fiscalização, supervisão ou sancionatória, no quadro dos respetivos poderes e deveres legais;
- d) **Universalidade** — a monitorização deve abranger a totalidade das entidades que tenham adotado o CGS;
- e) **Objetividade e Isenção** — a monitorização deve ser realizada de forma objetiva e isenta, não devendo, nomeadamente, incluir a formulação de juízos de valor sobre a adoção das recomendações do CGS ou sobre a conduta das empresas aderentes;

- f) **Completude** — a monitorização deve incidir sobre todos os princípios e recomendações do CGS;
- g) **Colaboração** — a monitorização deve assentar na colaboração com as entidades que adotem o CGS, seja fornecendo a estas os elementos e esclarecimentos necessários a uma correta interpretação e aplicação do CGS, seja recebendo de tais entidades os elementos e esclarecimentos necessários a uma monitorização informada; a colaboração estende-se ainda às entidades cujas competências ou finalidades se projetem ou cruzem com a aplicação do CGS;
- h) **Transparência** — a monitorização deve assegurar que todos os mecanismos, critérios ou informações em que assenta sejam acessíveis, pelo menos, a todas as entidades aderentes;
- i) **Publicidade** — os resultados da monitorização, no que toca ao nível de acolhimento do CGS, devem ser publicitados, de forma global e sem individualizar ou detalhar os resultados relativos a cada entidade aderente;
- j) **Atualidade** — a monitorização deve contribuir para promover a atualização dos critérios de interpretação e de aplicação do CGS, bem como induzir as alterações que se afigurem necessárias e/ou adequadas à evolução do CGS;
- k) **Anualidade** — Sem prejuízo de intervenções pontuais, a monitorização assentará num ciclo anual de atividade;
- l) **Comply or explain** — o CGS é de adesão voluntária e a sua observância assenta na regra *comply or explain*, pelo que a monitorização deve assegurar a efetiva valorização do "explain" com equivalência ao acolhimento das recomendações em causa.

# 4 METODOLOGIA

O processo de monitorização conducente à elaboração deste RAM, à semelhança dos exercícios anteriores, envolveu várias atividades que, de seguida, se relatam sucintamente.

O trabalho de monitorização, propriamente dito, iniciou-se com a recolha da informação publicada pelas sociedades emitentes, incidindo a análise, especialmente – mas não exclusivamente –, sobre os relatórios de governo das sociedades das empresas emitentes.

Com base nessa informação pública, acedida nomeadamente por intermédio do sistema de difusão de informação da CMVM, foram analisados os relatórios de trinta e cinco sociedades, por referência ao exercício findo em 31 de dezembro de 2020. Registe-se, porém, que este Relatório é elaborado com base na informação recolhida e tratada com respeito a trinta desses relatórios de governo: na verdade, cinco emitentes – em alguns casos por o respetivo exercício, desfasado do ano civil, ter terminado em data na qual não era ainda possível considerar o CGS revisto em 2020 – adotaram ainda o CGS IPCG 2018 na sua versão originária<sup>3</sup>.

---

3. A monitorização não deixou, ainda assim, de realizar-se, sendo que nesse processo se apresentaram os resultados de forma mais complexa, fazendo a CEAM correspondências entre as recomendações de 2018, efetivamente objeto de referência em cada um desses cinco relatórios de governo e, por isso, objeto de monitorização, e as atuais recomendações; acrescentou-se ainda a avaliação das práticas adotadas à luz das recomendações correspondentes no Código revisto em 2020.

A primeira análise levada a cabo pela CEAM culminou na comunicação dos resultados preliminares da monitorização, espelhados em tabelas individuais, contendo além da avaliação de cada subrecomendação – acolhida, não acolhida, não aplicável e avaliação do *explain*<sup>4</sup> –, observações fundamentadas, sempre que tal se justificou, e que foram remetidas a cada uma das empresas eminentes.

Além da comunicação dos resultados individuais, as sociedades foram convidadas a pronunciar-se sobre os resultados preliminares da monitorização, pondo em prática a interação com as empresas emitentes a que se refere o Protocolo celebrado entre o IPCG e a AEM.

Após o referido envio dos respetivos resultados preliminares, a equipa executiva da CEAM manteve os contactos indispensáveis e adequados com as empresas emitentes.

Deste processo resultaram esclarecimentos úteis para o trabalho de monitorização, permitindo clarificar questões e contribuindo para a uniformização, em geral, dos critérios de aferição do acolhimento, para lá da contribuição que um tal exercício trouxe para a continuada reflexão sobre as melhores práticas de governo societário no mercado de capitais português.

Na sequência, a CEAM procedeu à confirmação dos resultados preliminares, tendo remetido a cada uma das empresas emitentes as respetivas apreciações finais: estas valem como resultados definitivos para o exercício de 2020, constituindo, de resto, a base de elaboração do Relatório Anual de Monitorização que aqui se apresenta.

Em constante articulação interna, coube aos membros da CEAM, com o auxílio da equipa técnica de apoio aos trabalhos de monitorização, o desempenho das tarefas acima descritas.

---

4. Sobre esta avaliação, v. *infra*, V.1.3. deste Relatório.

# AVALIAÇÃO DO GRAU DE ACOLHIMENTO

## V.1. Enquadramento

### V.1.1. Recomendações múltiplas

Tendo em vista a boa concretização dos trabalhos de monitorização, a CEAM, em articulação com a CAM, procedeu à prévia identificação das recomendações do Código com conteúdo múltiplo e à sua respetiva decomposição analítica, de acordo com os seguintes critérios:

foram desdobradas todas as subrecomendações independentes entre si;

não foram desdobradas as subrecomendações

que encerrem uma cláusula geral com um esclarecimento;

em que exista uma dependência lógica entre subrecomendações.

Deste exercício resultaram 74 subrecomendações, tais como identificadas na Tabela de Recomendações Múltiplas, a qual consta como anexo à Nota Interpretativa n.º 3, elaborada pela CEAM, e a primeira publicada por referência ao CGS revisto em 2020.

A monitorização, tanto na análise dos relatórios de governo individuais, como no subsequente tratamento de dados globais, teve por base a totalidade das referidas subrecomendações.

### **V.1.2. Recomendações não aplicáveis**

A consideração de algumas recomendações como não aplicáveis a determinadas ou todas as empresas emitentes constitui decorrência da tarefa interpretativa, a cargo da CEAM, no momento em que se cotejaram as disposições recomendatórias com as respostas das empresas emitentes.

Nesse exercício, foram, designadamente, consideradas como acolhidas ou não acolhidas recomendações que as empresas emitentes haviam qualificado como não aplicáveis e *vice-versa*.

Nos cálculos de percentagem de acolhimento não foram consideradas as recomendações tidas como não aplicáveis.

Sem prejuízo, na apresentação dos conteúdos do Código monitorizados pela CEAM (*infra*, V.3), pontualmente, considerou-se justificada a explicitação de hipóteses de não aplicabilidade, com vista a uma melhor compreensão dos resultados, uma vez que, em determinadas circunstâncias, a omissão quanto ao elevado nível de não aplicabilidade de certa recomendação poderia fornecer uma imagem distorcida da avaliação empreendida.

A não aplicabilidade de determinadas recomendações resulta de diversas circunstâncias, tais como:

as especificidades do modelo de governo adotado pelas empresas emitentes;

a interdependência entre algumas subrecomendações;

a estabilização do conteúdo da lei dos valores mobiliários<sup>5</sup>, que, ao tempo da conclusão da revisão do CGS em 2020, se encontrava ainda em processo de revisão, para transposição de Diretiva europeia.

### V.1.3. Resultados

Em cada subrecomendação e para cada empresa emitente, foi atribuído nas respetivas tabelas individuais um de quatro resultados:

S – acolhida;

N – não acolhida;

NA – não aplicável;

E – *explain* materialmente equivalente ao acolhimento, nos termos *infra* explicitados sobre a qualidade do *explain*.

O conjunto de resultados individuais foi tratado de modo integrado, nos termos que de seguida se apresentam (V.3.).

Salvo indicação em contrário, a referência a valores de acolhimento reporta-se à soma dos resultados de acolhimento direto ("S") com os resultados de *explain* materialmente equivalente ao acolhimento ("E"), que compõem assim, computados em conjunto ("S+E"), uma cifra de acolhimento integral.

---

5. Não obstante, sublinhe-se que está em curso um processo legislativo tendente a uma nova alteração do Código dos Valores Mobiliários (cfr. Proposta de Lei n.º 94/XIV/2.ª).

## V.2. A qualidade do *explain*

### V.2.1. O princípio *comply or explain*

Em obediência ao princípio *comply or explain* em que o Código assenta, nos termos do Protocolo celebrado entre o IPCG e a AEM, e conforme esclarecido na Nota Interpretativa n.º 3, as empresas devem, por um lado, refletir sobre a adequação e a pertinência de cada recomendação à sua realidade e às suas circunstâncias e, por outro lado, expor fundamentadamente as suas opções em matéria de governo da sociedade, designadamente à luz dos princípios exarados no Código.

Idealmente, o *explain* implica três “declarações” da empresa emitente: (1) comunicação de que não acolheu, (2) explicação sobre a solução que adotou e (3) esclarecimento da razão por que lhe pareceu essa solução uma opção equivalente à adoção das recomendações do Código.

Sem prejuízo, a CEAM continuou a colocar ênfase na necessidade de integrar as eventuais omissões das empresas emitentes em lugar próprio e adequado, considerando todas as informações materialmente explicativas constantes dos diversos pontos dos relatórios de governo e demais informação publicamente disponível.

Assim, em homenagem ao princípio *comply or explain*, foi dado especial relevo à qualidade e profundidade do “*explain*”, cuja valoração é apta a conduzir, atendendo às circunstâncias concretas, a uma equiparação ao “*comply*”.

Nestes termos, para a análise da qualidade do *explain*, é sempre necessário avaliar em que casos um *não acolhimento adequadamente explicado* tem os efeitos de um acolhimento.

A esse respeito, deve manter-se presente o que consta do Regulamento da CMVM n.º 4/2013, que permanece em vigor e, portanto, nesta parte, subsiste como documento orientador para as empresas emitentes:

no seu preâmbulo, a propósito do princípio *comply or explain*, dispõe-se que existirá "equivalência material entre o cumprimento das recomendações e a explicação para o não cumprimento" quando tal explicação "permita uma valoração dessas razões em termos que a tornem materialmente equivalente ao cumprimento da recomendação".

o Anexo I do mesmo Regulamento, concretamente no ponto 2 da Parte II, estabelece que "[a] informação a apresentar devesa incluir, para cada recomendação:

- a) Informação que permita aferir o cumprimento da recomendação ou remissão para o ponto do relatório onde a questão é desenvolvidamente tratada (capítulo, título, ponto, página);
- b) Justificação para o eventual não cumprimento ou cumprimento parcial;
- c) *Em caso de não cumprimento ou cumprimento parcial, identificação de eventual mecanismo alternativo adotado pela sociedade para efeitos de prossecução do mesmo objetivo da recomendação.*"<sup>6</sup>

---

6. Do mesmo modo, também a Recomendação da Comissão Europeia sobre a qualidade da informação relativa à governação das sociedades ("cumprir ou explicar"), de 9 de abril de 2014, na secção III, contém indicações sobre a qualidade das explicações em caso de divergência em relação a um código. A Recomendação está disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014H0208&from=PL>

### Como fazer um bom *explain*?

refletir sobre a adequação e a pertinência de cada recomendação à realidade e circunstâncias da empresa

quando a recomendação não é adotada, expor a opção de governo societário adotada, fundamentando-a em termos que permitam justificar a sua equivalência material à prática recomendada no Código

constituindo os Princípios que enquadram cada Capítulo (e subcapítulo) do Código um apoio relevante nesse exercício de fundamentação

#### V.2.2. A avaliação do *explain*

Com base nestas orientações, as explicações fornecidas nos casos de *não acolhimento de recomendações foram* consideradas como materialmente equivalentes ao acolhimento sempre que as empresas emitentes explicaram de modo efetivo, justificado e fundamentado, a razão do não acolhimento das recomendações previstas no CGS em termos que demonstram a adequação da solução alternativa adotada aos princípios de bom governo das sociedades e que permitem uma valoração dessas razões em sentido materialmente equivalente ao acolhimento da recomendação: citamos, *mutatis mutandis*, o artigo 1.º, n.º 3, do Regulamento da CMVM n.º 4/2013.

Para efeitos desta avaliação foram considerados os Princípios que enquadram os diferentes Capítulos (e subcapítulos) do Código, base orientadora da interpretação e aplicação das recomendações e, em

simultâneo, fundamento qualitativamente relevante para a apreciação do *explain*<sup>7</sup>. A título de exemplo, foi relevada a invocação fundamentada de meios de promoção da participação acionista e a proporcionalidade das soluções adotadas enquanto alternativa às recomendações atinentes à participação à distância em assembleia geral e ao exercício do direito de voto à distância (cfr. recomendações II.3. e II.4. e princípios II.A a II.C). Também a dimensão e estrutura da sociedade foram valoradas em sede de *explain*, quando devidamente sustentadas e densificadas (cfr., p. ex., a recomendação V.3.2.).

Sendo a avaliação do *explain* um pilar essencial do exercício de monitorização de um *código recomendatório*, *sublinha-se* o relevo da prestação de informação na Parte II do relatório de governo acerca do não acolhimento das recomendações e da concomitante explicação.

Na verdade, não sendo necessário proceder à mera repetição de conteúdos em sede de *explain*, e podendo existir pontuais remissões para a Parte I do relatório de governo, para efeitos de monitorização é imprescindível que as empresas emitentes procedam sempre ao devido enquadramento e justificação fundamentada do motivo do não acolhimento da recomendação em causa e, ademais, à identificação da solução alternativa de bom governo societário adotada e correspondente adequação, em termos de equivalência material à solução recomendada pelo Código.

---

7. Cfr. o Preâmbulo à 1.ª edição do CGS (2018), republicado em anexo ao Código revisto em 2020, p. 37.

## V.3. Conteúdos do Código monitorizados pela CEAM

### Capítulo I

#### PARTE GERAL

#### AVALIAÇÃO GLOBAL DO CAPÍTULO

O primeiro capítulo do CGS contém dez recomendações, divididas por cinco subcapítulos, apresentando-se como *Parte Geral* dedicada a um conjunto variado de temas: a relação da sociedade com investidores e a informação, a diversidade na composição e o funcionamento dos órgãos sociais, a relação entre estes órgãos, os conflitos de interesses e as transações com partes relacionadas.

Da desmultiplicação operada, resultaram dezasseis subrecomendações sujeitas a monitorização<sup>8</sup>.

A média de acolhimento no Capítulo I foi de 88,9%, sedimentando o ligeiro progresso já obtido no exercício anterior (de 84% em 2018 para 85% em 2019). A média sobe ainda para 91,6% no contexto do PSI 20.

---

8. Nesta contagem (dez recomendações / dezasseis recomendações), estamos a excluir I.5.2.: com efeito, tal como se informa na Nota Interpretativa n.º 3, a redação da recomendação I.5.2., no momento da aprovação do novo texto do CGS pela CAM, em julho de 2020, tinha por base a proposta de transposição da Diretiva (UE) n.º 2017/828, então pendente na Assembleia da República como Proposta de Lei 12/XIV. Em face das alterações entretanto introduzidas no decurso do processo legislativo, culminando no novo artigo 249.º-A, n.º 1, do Código dos Valores Mobiliários, aditado pela Lei n.º 50/2020, de 25 de agosto, a recomendação I.5.2 perdeu sentido útil, devendo ser tida como não aplicável, porquanto cabe ao próprio órgão de fiscalização (e não mais ao órgão de administração, conforme constava da Proposta de Lei) a verificação periódica das transações com partes relacionadas.

A percentagem de acolhimento das diversas recomendações e subrecomendações variou entre os 100% e os 60% (o que, no intervalo mínimo, compara positivamente com os bastante inferiores 39% do exercício anterior).

Não pode desconsiderar-se o papel que desempenhou, nesta melhoria de resultados globais do Capítulo I, o facto de o subcapítulo I.5. (Transações com partes relacionadas) ter visto as suas feições significativamente alteradas, conforme abaixo explicamos, por referência às recomendações constantes do originário Código de 2018.

## RECOMENDAÇÕES

### I.1.1.

A primeira recomendação estabelece os termos fundamentais da relação da sociedade com acionistas e outros investidores, a serem tratados equitativamente, referindo-se ainda à instituição de mecanismos que assegurem, adequada e rigorosamente, a atempada divulgação da informação – uma exigência que, nos termos da informação disponibilizada e à semelhança dos anos anteriores, as empresas emitentes acolheram integralmente.

### I.2.1.

No que diz respeito ao perfil de novos membros dos órgãos societários, o Código recomenda que a sociedade estabeleça, previamente e em abstrato, critérios e requisitos relativos a esse perfil, incluindo atributos individuais e requisitos de diversidade, em termos que não dependem, necessariamente, de ter ou não havido eleições no período considerado – razão pela qual uma mera remissão para o concreto perfil de cada

membro, apenas como espelhado em *curricula*, ou uma constatação de que, na prática, haveriam sido tidos em consideração tais critérios e requisitos, não se afigura suficiente para ir ao encontro da exigência recomendatória.

Este entendimento foi atempada e devidamente explicitado junto das empresas emitentes durante as anteriores monitorizações, encontrando eco nos RAM precedentes, assim como no ponto 3 da Nota Interpretativa n.º 3º.

Assim, o acolhimento da recomendação I.2.1., sem qualquer caso de *explain* materialmente equivalente, foi de 60% no total das empresas emitentes e 72% nas empresas do PSI 20 (o que compara com 52% e 56% no exercício anterior, respetivamente), representando um progresso assinalável.

### I.2.2. e I.2.3.

As recomendações em análise dizem respeito à existência e divulgação de regulamentos internos, de atas e de outra informação geral (incluindo a composição e o número de reuniões anuais) relativa aos órgãos de administração e fiscalização, assim como a comissões internas. O conteúdo recomendatório foi simplificado, por referência à versão de 2018 do CGS (I.2.2. e I.2.3., com as respetivas

---

9. V. pág. 23 do RAM relativo a 2019. Acrescente-se que a anterior desmultiplicação desta recomendação – dividindo-a em atributos individuais, por um lado, e requisitos de diversidade, por outro – acabou por ser revertida na Tabela de Recomendações Múltiplas que atualmente serve de referência. Motivou-o o facto de a experiência de monitorização haver revelado a grande dificuldade em proceder a uma verdadeira divisão entre critérios relativos ao “perfil” e critérios de “diversidade”, sobretudo quando a diversidade não é apenas de género, podendo incluir habilitações, experiências, etc, – ou seja, elementos que também dizem respeito ao “perfil”.

subrecomendações, cobrem as matérias anteriormente elencadas em I.2.2. a I.2.4.), apresentando em todos os casos níveis de acolhimento iguais ou superiores a 83%.

#### I.2.4.

Recomendava o Código, nesta sede, não apenas a adoção de uma política de *whistleblowing* com a dotação dos meios adequados, mas também a previsão da existência e a garantia do funcionamento de mecanismos de detecção e prevenção de irregularidades. Perante a dificuldade na destrição entre estes últimos e os que se associam ao funcionamento dos sistemas de controlo interno, conforme referidos e monitorizados na recomendação VI.3., a recomendação passou a referir-se em exclusivo à mencionada política de *whistleblowing*, em relação à qual continua a existir um acolhimento integral por parte das empresas emitentes monitorizadas.

#### I.3.1. e I.3.2.

Com níveis de acolhimento, em ambos os casos, de 97%, em geral, e de 100%, nas empresas do PSI 20, as recomendações I.3.1. e I.3.2. referem-se às relações entre os órgãos sociais, pugnando pela disponibilização de informação, tanto documental como por acesso aos pertinentes colaboradores da sociedade, e pela existência de um fluxo informativo que assegure a tomada de medidas ponderadas e eficientes, no quadro de uma relação interorgânica articulada e harmoniosa.

Em I.3.2., continuando a seguir o critério já antes adotado, plasmado agora no ponto 4 da Nota Interpretativa n.º 3, foram “tomadas em consideração as indicações das empresas emitentes relativas ao fluxo (não intraorgânico mas sim) interorgânico, isto é, de e para os diversos órgãos e comissões internas da sociedade, nos termos da lei e dos estatutos”.

#### I.4.1. e I.4.2.

No que diz respeito a conflitos de interesses, sobretudo em relação a I.4.1., verificou-se um previsível decréscimo no grau de acolhimento, resultante de uma nova formulação, mais exigente, da recomendação.

De facto, conforme explicitado no ponto 5 da Nota Interpretativa n.º 3, o acolhimento não se basta com o cumprimento da obrigação legal constante do artigo 410.º, n.º 6, do Código das Sociedades Comerciais, pois está em causa a vinculação, a determinar pelas empresas emitentes, à comunicação de conflito de interesses que *não se cinja ao contexto deliberativo*, antes devendo ocorrer *sempre que existam* factos que o possam constituir ou dar-lhe causa.

O diálogo com as empresas emitentes, que em alguns casos manifestaram a dificuldade em alterar os seus procedimentos e documentos internos de modo a acolher a recomendação em tempo útil para o presente exercício de monitorização, abre, de todo o modo, perspectivas de uma melhoria no próximo exercício quanto a este ponto.

## Recomendações novas ou com nova exigência (1/4)

I.4.1. Aditamento em texto, no sentido de esclarecer que não é apenas no momento deliberativo que está em causa a atuação recomendada, a qual, portanto, tem conteúdo mais amplo do que resultaria da aplicação do CSC. Se é certo que a redação anterior já permitiria esta leitura, ela não havia ainda sido seguida por terem sido suscitadas dúvidas e por ter decorrido uma fase de transição.

### I.5.1. e I.5.2.

Em sentido inverso ao acabado de relatar, o acolhimento da recomendação I.5.1. regista uma melhoria muito significativa. Conforme acima adiantado na avaliação global deste Capítulo I, tal melhoria ficou a dever-se a uma significativa alteração de feições desta recomendação, inevitável em face da evolução da própria lei dos valores mobiliários, lei esta que, em sentido coincidente com o que era já recomendado pelo CGS em 2018, aumentou as exigências relativas a transações com partes relacionadas. Se antes se recomendavam práticas, neste domínio, que exigiam uma determinada organização e inter-relacionamento interno entre órgãos de administração e fiscalização, tais exigências passaram, com contornos distintos, mas trilhando no mesmo sentido, para a lei imperativa<sup>10</sup>.

---

10. Cfr. a Lei n.º 50/2020, de 25 de agosto, que transpõe para o direito português a Diretiva dos Direitos dos Acionistas II (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 no que se refere aos incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo).

A recomendação I.5.1., por conseguinte, tem hoje por escopo a exigência de um adicional dever de divulgação do procedimento interno de verificação das transações com partes relacionadas, sem propugnar um determinado desenho para esse mesmo procedimento. Aí, encontramos um acolhimento de 90%, que sobe para um integral acolhimento no universo do PSI 20.

Por seu turno, I.5.2. não foi objeto de monitorização, conforme comunicado às empresas emitentes através da Nota Interpretativa n.º 3, nos termos acima descritos em avaliação global deste Capítulo I.

### **I.5.1. Transações com partes relacionadas (TPR)**

#### **A RECOMENDAÇÃO:**

*O órgão de administração deve divulgar, no relatório de governo ou por outra via publicamente disponível, o procedimento interno de verificação das TPR.*

#### **INDICAÇÃO ÀS EMPRESAS PARA FUTUROS RELATÓRIOS DE GOVERNO:**

Esta *verificação*, isto é, a *verificação periódica* que cabe ao órgão de fiscalização em relação a todas as TPR que não carecem de ir ao órgão de administração (cfr. o art. 249º-A do CVM), deve ver o respetivo procedimento interno ser descrito pela empresa emitente. Para um pleno acolhimento, importa que se explique qual é, e como funciona, esse procedimento de verificação periódica a cargo do órgão de fiscalização.

## Capítulo II

### ACIONISTAS E ASSEMBLEIA GERAL

#### AVALIAÇÃO GLOBAL DO CAPÍTULO

O capítulo contém seis recomendações, com apenas uma desmultiplicação na primeira, sendo todas dedicadas a temas relacionados com a participação acionista em assembleia geral.

A média de acolhimento cifrou-se em 79%, subindo para 82% no contexto do PSI 20.

A percentagem de acolhimento variou entre os 66% e os 93%, o que compara com uma oscilação entre os 50% e o acolhimento integral no exercício anterior, acolhimento integral esse que, não obstante, se mantém em algumas recomendações no que toca ao PSI 20.

#### RECOMENDAÇÕES

##### II.1. e II.2.

Ao tomar posição sobre o adequado envolvimento dos acionistas no governo societário, o CGS começa por recomendar às sociedades que não fixem uma desproporção elevada entre o número de ações e o número de votos que lhe correspondem, ao mesmo tempo que recomenda a não fixação de quóruns deliberativos superiores aos previstos por lei, justamente para evitar que se dificulte a tomada de deliberações em assembleia.

A primeira recomendação citada mereceu acolhimento de 93% das empresas emitentes, seja por via da adoção do princípio de que a cada ação corresponde um voto, seja por desvio a esse princípio que, porém, não torna excessivamente elevado o número de ações necessárias para conferir o direito a um voto.

Esta circunstância tornou amplamente inaplicável (80%) a subrecomendação seguinte, que solicitava às empresas emitentes a explicitação da opção, em relatório de governo, sempre que houvesse desvio ao aludido princípio. Das seis empresas emitentes às quais era aplicável, quatro acolheram-na (67%).

No que respeita aos quóruns deliberativos, a recomendação é acolhida em 86% das empresas emitentes, dos quais 69% (20 emitentes) correspondem a acolhimento direto e 17% (5 emitentes) a soluções materialmente equivalentes que foram objeto de cabal explicação.

#### II.3. e II.4.

O Código recomenda a implementação de meios adequados para a participação à distância dos acionistas na assembleia geral, em termos proporcionais à sua dimensão (II.3.), bem como para o exercício do direito de voto à distância, incluindo por correspondência e por via eletrónica (II.4.).

As empresas emitentes corresponderam amplamente ao recomendado, com 66% de acolhimento na recomendação II.3. e 76% na recomendação II.4.

No primeiro caso, se é certo que existe um decréscimo em relação ao nível de acolhimento da recomendação correspondente na versão de 2018 do CGS<sup>11</sup>, de 78% para 66%, é de assinalar que o anterior nível de acolhimento se devia quase exclusivamente (75% em 78%) a uma valoração do *explain* de empresas emitentes que,

---

11. I.e., a recomendação II.4., tendo havido uma troca da ordem das recomendações em análise.

justificadamente, davam conta da refletida não implementação de meios telemáticos, designadamente em face dos elevados custos associados, da dimensão da sociedade ou da concentração da estrutura de capital, nos termos que constam hoje do ponto 8 da Nota Interpretativa n.º 3. No atual exercício, ainda que se mantenham casos relevantes de *explain* (14%), é sobretudo por via de um acolhimento direto (52%) que é obtido um tal resultado.

De todo o modo, a evolução da realidade, marcada pela pandemia causada pela COVID-19, continua a aconselhar que se reflita sobre a utilidade acrescida que a experiência recente permite reconhecer aos meios telemáticos, reflexão essa que a CEAM continuou a promover junto das empresas emitentes ao longo dos contactos estabelecidos em sede de monitorização<sup>12</sup>.

---

12. Cfr. também as Recomendações da CMVM, do IPCG e da AEM no âmbito da realização de Assembleia Gerais, de 20/03/2020, disponíveis em: [https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Recomendacoes/Pages/rec\\_ag\\_2020.aspx?v=](https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Recomendacoes/Pages/rec_ag_2020.aspx?v=).

## II.3. Meios para participação dos acionistas em AG à distância

### A RECOMENDAÇÃO:

A sociedade deve implementar meios adequados para a participação dos acionistas na AG à distância, em termos proporcionais à sua dimensão.

### INDICAÇÃO ÀS EMPRESAS PARA FUTUROS RELATÓRIOS DE GOVERNO:

Quando as empresas emitentes, afirmando embora a sua intenção de não adotar no futuro os meios telemáticos, os adotaram este ano: apesar de não manifestarem a intenção de o fazer em condições de normalidade, tais empresas emitentes acabam por "implementar meios adequados para a participação dos acionistas na AG à distância" no ano que foi objeto de monitorização. Tal prática corresponderá, materialmente, a algo equivalente a um acolhimento da recomendação; que, naturalmente, não terá seguimento em exercícios futuros se, perante uma situação de reposta "normalidade", a empresa emitente entender voltar atrás nessa efetiva implementação de meios telemáticos.

## II.5. e II.6.

A recomendação de que, nos casos em que existam limitações estatutárias ao número de votos detidos ou exercidos por um acionista, se preveja também um mecanismo no mínimo quinquenal de sujeição de tais limitações a deliberação para a sua manutenção ou alteração (II.5.) permanece largamente não aplicável (87%), em resultado de, na grande maioria dos casos, não se encontrarem previstas tais limitações. Nos casos de aplicabilidade, correspondentes a 4 empresas emitentes, o acolhimento foi de 75%.

Por seu turno, a recomendação (II.6.) de que não sejam adotadas medidas que conduzam a encargos sociais no caso de transição de controlo ou mudança de composição do órgão de administração foi acolhida em 79% das empresas emitentes.

Sendo certo que a existência destas medidas não obsta, por si só, ao acolhimento, os casos de não acolhimento reportam-se a situações em que a empresa emitente, ao declarar a existência, nomeadamente, de medidas contratuais, não procede a uma justificação fundamentada de que estas não se afiguram "susceptíveis de prejudicar o interesse económico na transmissão das ações e a livre apreciação pelos acionistas do desempenho dos administradores"<sup>13</sup>.

---

13. V. ponto 10 da Nota Interpretativa n.º 3.

## Capítulo III

# ADMINISTRAÇÃO NÃO EXECUTIVA E FISCALIZAÇÃO

### AVALIAÇÃO GLOBAL DO CAPÍTULO

O capítulo III, dedicado à administração não executiva e à fiscalização, contém sete recomendações, desdobradas em doze subrecomendações. De entre elas, a recomendação III.5., estabelecendo um *cooling-off period* em abstrato relevante para a aferição dos critérios de independência dos administradores, não foi aplicável a qualquer das empresas emitentes que compõem o universo total de sociedades analisadas.

A média de acolhimento foi de 57% em todas as empresas emitentes, aumentando para 63% no universo PSI 20.

### RECOMENDAÇÕES

#### III.1.

De acordo com a recomendação III.1, os administradores independentes devem designar entre si um coordenador, a não ser que o presidente do órgão de administração seja ele próprio independente. Inexistindo administradores independentes, de todo ou em número suficiente, de tal modo que não seria possível designar um coordenador, deveria a sociedade, de modo a garantir o acolhimento, nomear um coordenador dos não executivos, conforme explicado no ponto 11 da Nota Interpretativa n.º 3<sup>14</sup>. Não

---

14. De seu teor: “Nos casos em que a empresa não acolha a recomendação III.4 – não designe administradores não executivos independentes ou não designe em número suficiente –, estando logicamente prejudicada a possibilidade de designar um coordenador

existe, todavia, registo da implementação desta última possibilidade por parte das empresas emitentes.

No caso de a sociedade não ter nenhum (ou ter apenas um) administrador não executivo, também aí se veria prejudicada a possibilidade de designação de um coordenador dos administradores não executivos, razão por que, em tais casos, foi a recomendação tida como não aplicável<sup>15</sup>.

Do universo das sociedades às quais esta recomendação é aplicável, sete (28%) designaram um coordenador, ao passo que duas empresas emitentes (8%) apresentaram um *explain* que foi valorado como equivalente ao acolhimento, assim conduzindo a um acolhimento global de 36%, uma percentagem quase idêntica à do exercício anterior (35%). A CEAM recolheu e comprometeu-se a refletir sobre os testemunhos de várias empresas emitentes, que apresentaram os seus argumentos em disputa da bondade da solução recomendatória, em face do modo como perspetivam o funcionamento do órgão de administração e a intervenção nele dos administradores independentes e não executivos.

---

dos administradores independentes conforme literalmente se recomenda, poderá um coordenador ser designado pelos administradores não executivos de entre si, devendo considerar-se tal designação equivalente ao acolhimento da recomendação se, no seu conjunto, se mostrar devidamente fundamentada a opção da sociedade."

15. Este mesmo resultado, de não aplicabilidade, foi introduzido no caso da adoção do modelo germânico.

### III.2. e III.3.

Na recomendação III.2, o Código recomenda que o número de membros não executivos do órgão de administração, de membros do órgão de fiscalização e de membros da comissão para as matérias financeiras<sup>16</sup> seja adequado à dimensão e à complexidade dos riscos inerentes à sua atividade, mas suficiente para assegurar com eficiência as funções que lhe estão cometidas.

Enquanto a recomendação III.2.(3), referente aos membros da comissão para as matérias financeiras, é somente aplicável ao modelo germânico, já a recomendação III.2.(1) foi tida como não aplicável a esse mesmo modelo de governo, por se referir aos membros não executivos do órgão de administração.

Não cabendo, por parte da monitorização, a formulação de um juízo de adequação da concreta composição dos órgãos sociais, o acolhimento depende da consignação, no relatório de governo, de um tal juízo, ainda que sucinto, sobre a adequação do número de membros referidos. Se, no passado recente, tal era expressamente indicado no ponto 11 da Nota Interpretativa n.º 2, e foi recordado nos RAM relativos a 2018 e a 2019<sup>17</sup>, hoje essa menção consta do próprio texto da recomendação III.2, *in fine*.

---

16. Respetivamente, subrecomendações III.2.(1), III.2.(2) e III.2.(3).

17. “Não cabendo embora, no exercício de monitorização, a formulação de um juízo de adequação da concreta composição dos órgãos sociais, sempre seria necessário que a empresa emitente demonstrasse no seu relatório de governo, fundamentadamente, que procedeu ela própria a uma tal ponderação, e em que termos o fez” (pág. 36 do RAM relativo a 2018; no mesmo sentido o RAM relativo a 2019, págs. 32-33).

Foram acolhidas as fundamentações apresentadas em todas as três subrecomendações, com níveis de acolhimento de 79%, 67% e 100%, respetivamente, numa melhoria assinalável em relação ao ano anterior (63%, 55% e 100%). Nas empresas do PSI 20, as duas primeiras cifras subiram para 94% e 78%.

Nos casos em que o órgão de administração da empresa emitente não dispõe de nenhum administrador não executivo, não pode esta total ausência deixar de continuar a ser avaliada como não acolhimento, no que concerne à recomendação III.2.(1), pois nela se pressupõe a existência de administradores não executivos – relevando tal existência, em si mesma, como uma boa prática de governo.

A recomendação III.3. dispõe que o número de administradores não executivos deve ser superior ao de administradores executivos, o que ocorre em 69% dos casos, numa ligeira melhoria percentual em relação ao ano anterior.

#### III.4. e III.5.

As recomendações III.4. e III.5. têm por objeto a independência dos administradores não executivos.

A inclusão no órgão de administração de, pelo menos, um terço de administradores independentes verifica-se em 55% das empresas emitentes.

Atendendo ao teor do ponto 12, alínea a), da Nota Interpretativa n.º 3<sup>18</sup>, esta proporção vem sendo computada

---

18. "Tendo em conta a falta de clareza do enunciado da Recomendação, admite-se que a expressão "não inferior a um terço" seja computada unicamente por referência ao número de administradores não executivos – e não em relação ao conjunto de todos os membros do órgão de administração. O acolhimento da recomendação requer que o número de administradores não executivos independentes seja, necessariamente, plural."

em relação ao número de administradores não executivos e não em relação ao conjunto de todos os membros do órgão de administração.

Quanto aos critérios de independência, recordamos que, perante a manutenção em vigor do Anexo I do Regulamento da CMVM n.º 4/2013, a CMVM fez saber, por meio de Circular, que:

*"as sociedades cotadas devem: (i) na Parte I, identificar os administradores não-executivos que podem ser qualificados como independentes, à luz dos critérios do ponto 18.1 do Anexo I do Regulamento da CMVM n.º 4/2013; e (ii) na Parte II, declarar se cumprem a recomendação III.4 do código do IPCG, que inclui critérios não inteiramente coincidentes com os do referido regulamento"<sup>19</sup>.*

Em nenhuma empresa emitente se colocou a questão do *cooling-off period*, para efeitos de independência dos seus administradores, pelo que a recomendação III.5., mais uma vez, não teve aplicabilidade.

### III.6.

A recomendação III.6. fixa que o órgão de fiscalização, com respeito pelas competências que lhe são conferidas por lei, deve avaliar e pronunciar-se sobre as linhas estratégicas (III.6.(1)) e a política de risco (III.6.(2)), previamente à sua aprovação final pelo órgão de administração. Note-se que o CGS trata igualmente a aprovação do plano estratégico

---

19. Circular da CMVM, "A supervisão do regime recomendatório do Governo Societário – novas regras e procedimentos para 2019", de 11/01/2019: v. <https://cam.cgov.pt/pt/noticia/1339-notificacao-da-cmvm-sobre-novas-regras-e-procedimentos-para-2019-em-materia-corporate-governance>.

e da política de risco, pelo órgão de administração, na recomendação VI.1., no contexto do capítulo referente à gestão de risco (Capítulo VI), para onde também se remete.

A parte final da recomendação foi alterada em 2020, de modo a tornar inequívoco que a recomendação exige, para o respetivo acolhimento, uma avaliação e pronúncia, por parte do órgão de fiscalização, que seja prévia à aprovação final das linhas estratégicas e da política de risco pelo órgão de administração<sup>20</sup>.

A novidade da prática recomendatória, com os contornos agora desenhados, associada à dificuldade da sua implementação, nuns casos, ou à inexistência de documentação pública dessa implementação, mesmo quando ela existe, noutros casos, explica um grau de acolhimento de 33% quanto às linhas estratégicas e 27% no que toca à política de risco (números que sobem ligeiramente no PSI 20 para 39% e 33%). Trata-se, portanto, de uma matéria em que existe uma franca margem de melhoria das práticas de governo societário e/ou do seu relato.

---

20. A recomendação, na formulação e numeração precedente (III.8.), era objeto do ponto 12 da Nota Interpretativa n.º 2, apontando já no sentido que viria a ser fixado na sua feição atual: "O disposto na Recomendação III.8., quanto ao dever de o órgão de fiscalização «acompanhar, avaliar e pronunciar-se sobre as linhas estratégicas e a política de risco definidas pelo órgão de administração» implica uma definição prévia, por parte do órgão de administração, quanto às referidas linhas estratégicas e política de risco, sem a qual a atuação do órgão de fiscalização carece de objeto e a recomendação não pode considerar-se acolhida."

## Recomendações novas ou com nova exigência (2/4)

III.6. Diferente redação, com vista a esclarecer que a competência do órgão de fiscalização visada nesta recomendação será exercida por referência à prévia definição das linhas estratégicas e da política de risco pelo órgão de administração, mas antes da sua aprovação final pelo mesmo órgão de administração.

### III.7.

As comissões internas visadas por esta recomendação são as "compostas maioritariamente por membros de órgãos da sociedade, a quem estes atribuam funções no âmbito societário", nos termos da definição constante do Glossário do Código. Em contraste com o que se previa na versão de 2018 do CGS, a revisão de 2020 determina que, no caso de ter sido criada a comissão de remunerações prevista pelo artigo 399.º do Código das Sociedades Comerciais, e de tal não ser proibido por lei, esta recomendação pode ser cumprida mediante a atribuição a esta comissão de competência nas matérias a que diz respeito, isto é: governo societário, nomeações e avaliação de desempenho.

Esclarece ainda a Nota Interpretativa n.º 3, no seu ponto 13, b), que, em matéria de nomeações, está aqui em causa apenas a constituição de uma comissão com competências relativamente a membros dos órgãos sociais, sendo a comissão de nomeações de quadros dirigentes, diferentemente, objeto específico da recomendação V.3.2.

Assim, a percentagem de acolhimento, seja direto, seja por via de *explain*, presente em todas as subrecomendações, é a seguinte: 57% no que respeita ao governo societário; 53% no que concerne a nomeações; 87% relativamente à avaliação de desempenho. Se nas duas primeiras registamos ligeiras melhorias em relação ao exercício passado (onde os valores respetivos eram 52% e 48%), a terceira sofre um decréscimo de acolhimento (de 97% para 87%), que poderá explicar-se pela não atribuição autónoma desta função a comissões internas especializadas; de todo o modo, é de sublinhar que ao acolhimento da recomendação não obsta a atribuição de diversas funções a uma mesma comissão (textualmente prevê a recomendação: "separada ou cumulativamente").

## **Capítulo IV**

### **ADMINISTRAÇÃO EXECUTIVA**

#### **AVALIAÇÃO GLOBAL DO CAPÍTULO**

Este capítulo contém três recomendações, uma delas desmultiplicada em três subrecomendações, todas atinentes à administração executiva. Em nenhum caso foi considerada a existência de *explain* equivalente a acolhimento.

A média de acolhimento mantém-se este ano em torno dos 78%, variando a média relativa a cada recomendação entre os 67% e os 88%.

Tendo deixado de aqui constar algumas recomendações ligadas à matéria do risco e controlo interno, que se juntaram ao Capítulo VI conforme revisto em 2020, é, contudo, neste Capítulo IV que encontramos uma importante novidade: a recomendação IV.3., dando relevo ao êxito a longo prazo das sociedades, aos contributos para a comunidade em geral e, desse modo, à sustentabilidade.

## RECOMENDAÇÕES

### IV.1

A aprovação, através de regulamento interno ou mediante via equivalente, de um regime do exercício pelos administradores executivos de funções executivas em entidades fora do grupo verifica-se em 63% das empresas avaliadas.

Foi considerado o resultado de acolhimento nos casos em que a sociedade tenha estabelecido uma proibição de exercício de funções executivas fora do grupo.

À semelhança dos exercícios anteriores<sup>21</sup>, continuou ainda a considerar-se suficiente, para efeitos de acolhimento, a indicação de que nenhum dos administradores executivos da sociedade está, presentemente, a exercer funções em entidades fora do grupo. Sem prejuízo, registou-se junto das empresas emitentes a indispensabilidade da adoção, pela sociedade, de um regime pensado para o caso de tal situação vir a verificar-se.

---

21. Cfr., a propósito, o RAM relativo a 2019, pág. 40.

## IV.1. Regime de atuação dos executivos em entidades fora do grupo

### A RECOMENDAÇÃO:

O órgão de administração deve aprovar, através de regulamento interno ou mediante via equivalente, o regime de atuação dos administradores executivos aplicável ao exercício por estes de funções executivas em entidades fora do grupo.

### INDICAÇÃO ÀS EMPRESAS PARA FUTUROS RELATÓRIOS DE GOVERNO:

Quando os administradores executivos não exercem funções executivas em entidades fora do grupo: tal como resultava já do RAM relativo a 2018, pág. 41, e também do RAM relativo a 2019, pág. 40, "o pleno acolhimento do recomendado seria favorecido pela adoção, pela sociedade, de um regime pensado para o caso de tal situação [i.e., existirem administradores executivos a exercer funções executivas em entidades fora do grupo] vir a verificar-se".

Por esse motivo, em exercícios futuros, será indispensável a existência desse regime para que a presente recomendação seja tida como acolhida.

## IV.2.

As subrecomendações referentes à delegação de poderes – em rigor, à não delegação de poderes nas matérias elencadas nas alíneas da recomendação IV.2. – são amplamente acolhidas pelas empresas emitentes: em 89% dos casos, o órgão de administração não delega poderes no que respeita à definição da estratégia e das principais políticas da sociedade; o mesmo se diga em 89% das empresas emitentes relativamente à

organização e coordenação da estrutura empresarial; e em 93% quanto a matérias que devam ser consideradas estratégicas em virtude do respetivo montante, risco ou características especiais. Trata-se de uma melhoria em todos estes casos, por referência ao exercício anterior.

A recomendação foi tida como não aplicável no modelo germânico, bem como nos casos em que o órgão de administração não disponha de nenhum administrador não executivo, circunstâncias em que não existe delegação de poderes.

### IV.3.

Como novidade na revisão de 2020, surgiu a recomendação de que o órgão de administração explicita, no relatório anual, em que termos a estratégia e as principais políticas definidas procuram assegurar o êxito a longo prazo da sociedade e quais os principais contributos daí resultantes para a comunidade em geral.

A nova recomendação consubstanciou o intuito de fazer o CGS evoluir para uma tomada em consideração da sustentabilidade, dentro do quadro das práticas de bom governo das empresas emitentes. Neste primeiro exercício, logrou-se obter um nível de acolhimento de 60%, que sobe para 67% no conjunto das empresas do PSI 20.

### Recomendações novas ou com nova exigência (3/4)

IV.3. Nova recomendação, aditada em 2020, dando relevo ao êxito a longo prazo das sociedades, aos contributos para a comunidade em geral, e, desse modo, à *sustentabilidade*

## Capítulo V

# AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO, REMUNERAÇÕES E NOMEAÇÕES

## AVALIAÇÃO GLOBAL DO CAPÍTULO

O capítulo V, com dezassete subrecomendações, encontra-se dividido em três subcapítulos: avaliação anual de desempenho; remunerações; e nomeações.

A média de acolhimento foi de 76%, subindo para 79% no universo do PSI 20.

## RECOMENDAÇÕES

### V.1.1.

O subcapítulo V.1. respeita à temática da avaliação anual de desempenho e, como tal, a recomendação V.1.1. determina que o órgão de administração proceda, anualmente, à sua autoavaliação (V.1.1.(1)), à avaliação das suas comissões (V.1.1.(2)) e dos administradores delegados (V.1.1.(3))<sup>22</sup>, tendo em conta o cumprimento do plano estratégico da sociedade e do orçamento, a gestão de riscos, o seu funcionamento interno e o contributo de cada membro para o efeito, assim como o relacionamento entre órgãos e comissões da sociedade.

Conforme identificado, a presente subrecomendação encontra-se subdividida em função dos sujeitos que são objeto de avaliação. Se, por um lado, a primeira subrecomendação é integralmente aplicável, por outro, as subrecomendações V.1.1.(2) e V.1.1.(3) serão ou não aplicáveis em função da

---

22. Computou-se nesta última subrecomendação a avaliação da comissão executiva, sempre que ela exista, em face do inequívoco paralelo com funções exercidas por administradores delegados.

existência de comissões do órgão de administração e de administradores delegados/comissão executiva, respetivamente. As taxas de não aplicabilidade encontradas para as subrecomendações foram, respetivamente, de 40% e 13%.

Da análise levada a cabo, apurou-se em V.1.1.(1) uma taxa de acolhimento global de 83%, em V.1.1.(2) de 83% e em V.1.1.(3) de 85%. Regista-se, portanto, um ligeiro aumento face às percentagens de 2019, que assim consolida o muito significativo aumento que então se tinha já registado, por referência a 2018.

#### V.2.1.

A recomendação V.2.1. insere-se no subcapítulo atinente à remuneração e fixa o dever de a sociedade constituir uma comissão de remunerações, sendo que, nos termos aditados em 2020, pode "tratar-se da comissão de remunerações designada nos termos do artigo 399.º do Código das Sociedades Comerciais".

Nos termos do ponto 15 da Nota Interpretativa n.º 3, a independência da comissão de remunerações não é prejudicada pela presença de administradores, desde que em número minoritário. Ademais, deve notar-se que, para efeitos de monitorização, vigora o entendimento de que o critério da independência poderá ser aferido em face da administração executiva. Por fim, de novo conforme o ponto da Nota Interpretativa citado, a recomendação será não aplicável sempre que a sociedade, por força de um regime legal especial, esteja obrigada à constituição de uma comissão de remunerações composta total ou parcialmente por administradores.

Esta recomendação obteve um nível de acolhimento de 87%.

### V.2.2.

A fixação das remunerações deve competir à comissão de remunerações, segundo a recomendação V.2.2., ou à assembleia geral, sob proposta daquela comissão. Conforme esclarecido em Nota Interpretativa, a competência da comissão de remunerações aqui referida abrange os membros dos órgãos de administração e de fiscalização e respectivas comissões internas, não incluindo os quadros dirigentes.

A recomendação foi acolhida integralmente, o que compara com os 94% já obtidos no exercício anterior.

### V.2.3.

A presente recomendação continua a prever que, para cada mandato, seja aprovado o montante máximo de todas as compensações a pagar ao membro de qualquer órgão ou comissão da sociedade em virtude da respectiva cessação de funções. Comparando com a formulação da recomendação pretérita (V.2.4.), esclarece-se que essa aprovação caberá à comissão de remunerações ou também à assembleia geral, sob proposta daquela comissão, e acrescenta-se o dever de divulgação, incluindo montantes, no relatório de governo ou no relatório de remunerações.

Como indicado em anteriores relatórios da CEAM, a monitorização do acolhimento vinha considerando suficientes as “informações prestadas no sentido da inexistência de acordos para pagamentos de indemnização ou do efetivo não pagamento de qualquer compensação para além da legalmente devida”<sup>23</sup>. Ultrapassada uma fase de transição, passou a adotar-se parâmetro mais consentâneo com o teor da recomendação, que não

---

23. Cfr. pág. 48 do RAM relativo a 2019; pág. 48 do RAM relativo a 2018.

se bastava com a mera indicação de que aos casos de destituição se aplica apenas o regime legal, sem qualquer outra referência sobre as demais formas de cessação de funções, e sem indicação da competência da comissão de remunerações nesta sede. Em acréscimo, a recomendação exige agora também, por motivos de transparência, a divulgação da situação em causa, nos termos já descritos.

É este contexto que explica que explica a previsível diminuição do grau de acolhimento, cifrando-se neste exercício nos 47%.

### Recomendações novas ou com nova exigência (4/4)

#### V.2.3.

para o acolhimento da recomendação, não é suficiente a remissão para o regime legal em caso de destituição sem justa causa

contém uma nova exigência de transparência: "(...) procedendo-se à divulgação da referida situação e montantes no relatório de governo ou no relatório de remunerações"

#### V.2.4.

93% das sociedades acolheram a recomendação de participação de um membro da comissão de remunerações na assembleia geral anual, ou em quaisquer outras em que a ordem de trabalhos incluía assunto relacionado com matéria remuneratória.

## V.2.5.

Verifica-se que 90% das empresas emitentes acolhem a recomendação de que, dentro das limitações orçamentais da sociedade, a comissão de remunerações deve poder decidir livremente a contratação, pela sociedade, de serviços de consultoria.

### V.2.5. Comissão de remunerações pode livremente decidir contratação de serviços de consultoria

#### A RECOMENDAÇÃO:

Dentro das limitações orçamentais da sociedade, a comissão de remunerações deve poder decidir livremente a contratação, pela sociedade, dos serviços de consultoria necessários ou convenientes para o exercício das suas funções.

#### INDICAÇÃO ÀS EMPRESAS PARA FUTUROS RELATÓRIOS DE GOVERNO:

Uma leitura menos exigente da recomendação poderia bastar-se com a informação de que não foram solicitados nem contratados serviços de consultoria de apoio à comissão de remunerações.

Porém, é seguramente mais consentâneo com o teor da recomendação ser exigido que a sociedade torne claro ter a comissão de remunerações liberdade para essa contratação. Em exercícios futuros, essa explicitação será tida como indispensável para que se considere acolhoda a presente recomendação.

## V.2.6.

70% das sociedades atestam que a sua comissão de remunerações assegura que os serviços mencionados em V.2.5. são prestados com independência e que os respetivos prestadores não serão contratados para a prestação de quaisquer outros serviços à própria sociedade ou a outras que com ela se encontrem em relação de domínio ou de grupo sem autorização expressa da Comissão.

Consolidou-se, nestes termos, o forte aumento percentual face ao valor de 39% apurado na monitorização do exercício de 2018, com uma diferença marginal, entre 2019 e 2020, de 69% para 70%.

## V.2.7.

A recomendação refere-se à matéria da remuneração dos administradores, sendo sua *ratio* a de que exista uma remuneração variável conducente ao alinhamento de interesses entre a sociedade e os administradores executivos.

Assim, a imposição de que a componente variável reflita o desempenho sustentado da sociedade e não estimule a assunção de riscos excessivos continuou a ser avaliada com base no cômputo global da informação que as empresas emittentes forneceram sobre a remuneração variável.

Perante essa avaliação, o nível de acolhimento subiu para 97%, reflexo da determinação e explicitação, por quase todas as empresas emittentes (ou mesmo todas, no universo PSI 20), dos critérios de determinação da componente variável da remuneração.

## V.2.8.

59% das sociedades têm uma parte significativa da componente variável parcialmente diferida no tempo, por um período não inferior a três anos. O nível de acolhimento desta recomendação mantém-se idêntico ao do exercício anterior<sup>24</sup>, sendo que a omissão em regulamento interno não conduziu necessariamente ao não acolhimento, visto que se valorizou a definição da associação da componente variável diferida à confirmação da sustentabilidade em outros elementos de acesso público, designadamente no relatório de governo ou na declaração sobre a política de remunerações.

## V.2.9.

Na presente monitorização, a recomendação V.2.9., relacionada com a inclusão de opções (ou outros instrumentos direta ou indiretamente dependentes do valor das ações) na remuneração variável, foi aplicável apenas a três empresas emitentes e aí obteve pleno acolhimento, com duas a acolherem diretamente e uma outra a apresentar explicação aceite como materialmente equivalente ao acolhimento.

## V.2.10.

A recomendação não se aplica às sociedades que, em função do modelo de governo ou da estrutura interna, não possuem administradores não executivos, o que sucedeu em 13% dos casos.

---

24. Estamos, para esse efeito, a comparar com a anterior subrecomendação V.3.2.(1), uma vez que V.3.2.(2), muito embora tivesse resultados mais elevados, apresentava uma relação de dependência com a primeira, o que a tornava não aplicável em 42% dos casos. Com o fim da desmultiplicação na atual V.2.8., desapareceu essa não aplicabilidade da anterior segunda subrecomendação.

De resto, em 85% das empresas emitentes a remuneração dos administradores não executivos não inclui nenhuma componente cujo valor dependa do desempenho da sociedade ou do seu valor.

Os demais 15% acomodam os casos de administradores não executivos que auferem uma remuneração nos termos *supra* referidos, designadamente por se tratar do presidente do conselho de administração, por serem considerados não executivos não independentes ou por se prever, em termos genéricos, a possibilidade de atribuição de componente variável a membros não executivos.

### V.3.1.

No subcapítulo V.3., relativo a nomeações, a aplicabilidade da recomendação V.3.1. continuou a ser considerada a partir do primeiro ano em que exista assembleia geral eletiva de novos membros de órgãos sociais<sup>25</sup>, o que conduziu a que, no presente ano, tenham deixado de existir casos de não aplicabilidade (que, no exercício anterior, se cifravam ainda em 18%).

Porventura associado a essa evolução, o nível de acolhimento, depois de uma subida significativa entre 2018 (29%) e 2019 (56%), computou-se este ano em 47%.

Não obstante as propostas de eleição dos membros dos órgãos sociais partam dos acionistas, cabe à sociedade, “nos termos que considere adequados, mas de forma suscetível de demonstração”, promover que aquelas

---

25. Tal como expressamente indicado na pág. 52 do RAM relativo a 2018, na pág 52 do RAM relativo a 2019 e no ponto 18, alínea a), da Nota Interpretativa n.º 3.

propostas sejam acompanhadas de fundamentação, nos pontos previstos. É por esta razão que aquelas remissões ou referências se revelaram, em certos casos, insuficientes, perante a necessidade de as propostas para eleição de membros dos órgãos sociais serem acompanhadas de uma concreta e individual fundamentação a respeito da adequação do perfil, conhecimentos e currículo à função a desempenhar por cada candidato<sup>26</sup>. Entre as práticas adotadas pelas empresas emitentes que acolheram a recomendação, encontram-se, designadamente, a instrução das propostas apresentadas à assembleia geral eletiva com a documentação que permite a demonstração aqui requerida, permanecendo essa documentação disponível *online* durante vários anos; a elaboração, no próprio relatório de governo societário, de uma descrição das funções, qualificações e competências necessárias para desempenho dos cargos; ou ainda a adoção de uma "política de seleção" de membros dos órgãos sociais, de aplicabilidade mais ampla do que a correspondente a um particular momento eletivo, com o intuito de assim se favorecerem as melhores práticas relativas aos processos de seleção de tais membros.

### V.3.2.

Nos termos do Glossário do Código, consideram-se *quadros dirigentes* "as pessoas que integrem a alta direção, nos termos definidos (sob o nome «dirigentes») pela legislação europeia e nacional relativa a sociedades cotadas, com exclusão dos membros dos órgãos da sociedade".

---

26. V. ponto 18, alínea b), da Nota Interpretativa n.º 3, igualmente em linha com o disposto na pág. 52 do RAM relativo a 2018 e na pág. 53 do RAM relativo a 2019.

Não obstante, nos casos em que as empresas emitentes explicitem, no relatório de governo, que adotam, no específico contexto da sua estrutura, outra definição de pessoas que integrem a alta direção, e atribuem a uma comissão especializada competências para as respectivas nomeações, considerou-se estarmos perante uma prática alinhada com a *ratio* da recomendação, correspondente a um acolhimento.

Da análise efetuada, em cinco casos (17%) resultou do relatório de governo societário a declaração de inexistência de *quadros dirigentes*, pelo que a recomendação foi considerada não aplicável a tais empresas emitentes.

Dentro do universo de sociedades a que se aplica a recomendação, 28% apresentam uma comissão de nomeações com a função de acompanhamento e apoio às designações de *quadros dirigentes*.

Recorde-se que, em conformidade com o ponto 19 da Nota Interpretativa n.º 3, a recomendação "aplica-se também a sociedades com natureza familiar ou cuja estrutura de capital seja bastante concentrada, visto o único critério justificativo do não acolhimento, previsto na recomendação, ser o da dimensão da sociedade. Sem prejuízo, a natureza familiar da sociedade ou a concentração na estrutura de capital pode, entre outras, ser invocada em sede de *explain* e nesse âmbito apreciada a sua relevância".

Em concreto, a simples invocação da dimensão da sociedade não determinou de imediato a não

aplicabilidade da recomendação (não obstante entendimento diverso que levou várias sociedades a considerarem a recomendação como não aplicável). A dimensão pode, contudo, ser convocada em sede de *explain*, conforme sugerido pela Nota Interpretativa, em termos que se revelem substanciados, sob a invocação de características particulares da sociedade e a identificação da opção equivalente que a sociedade adota.

Nestes termos, 16% das sociedades apresentaram um *explain* valorado como materialmente equivalente ao acolhimento da recomendação V.3.2., que assim obteve uma cifra de acolhimento global de 44%, cinco pontos percentuais acima dos 39% verificados no exercício anterior.

#### V.3.3. e V.3.4.

As recomendações V.3.3 e V.3.4 pressupõem a existência de uma comissão de nomeações, sendo que V.3.3. é aplicável tanto à comissão de nomeações de órgãos sociais (III.7.(2)), como à de quadros dirigentes (V.3.2.). Em conformidade, no caso de as últimas não serem acolhidas ou aplicáveis, V.3.3. torna-se também não aplicável, o que igualmente sucede no que respeita ao modelo germânico. É assim que encontramos um volume de 60% das emitentes às quais a recomendação V.3.3. não foi aplicável.

Neste quadro, o acolhimento de V.3.3. representou 58% dos casos aplicáveis.

Já com respeito a V.3.4., importa registar que, em exercícios anteriores de monitorização, a recomendação foi sendo interpretada como dirigindo-se a toda e qualquer comissão de nomeações, e não apenas à que diga respeito a dirigentes. No

entanto, a Nota Interpretativa n.º 3, ponto 20, veio dar conta das dificuldades em aplicá-la à comissão de nomeações de membros de órgãos sociais (III.7.(2)): o seu teor e os termos de referência aí elencados não são facilmente distinguíveis dos critérios sobre o perfil dos membros dos órgãos sociais, critérios esses objeto de avaliação já no quadro de I.2.1.. Por conseguinte, V.3.4. passou a ser interpretada como dizendo apenas respeito à comissão prevista na recomendação V.3.2.

Assim, V.3.4., sendo embora não aplicável em 67% dos casos, obteve de resto um grau de acolhimento de 80%, que compara positivamente com os 73% do ano passado.

## **Capítulo VI** **CONTROLO INTERNO**

### **AVALIAÇÃO GLOBAL DO CAPÍTULO**

O capítulo VI, dedicado ao controlo interno, contém sete recomendações, desdobradas em onze subrecomendações. Não se registaram casos de *explain* equivalente a acolhimento. A média de acolhimento fixou-se nos 86%, variando cada subrecomendação entre os 100% e os 70%.

### **RECOMENDAÇÕES**

#### **VI.1.**

Em VI.1., prevê-se que o órgão de administração deve debater e aprovar o plano estratégico e a política de risco da sociedade, que inclua a fixação de limites em matéria de assunção de riscos.

Neste contexto, 90% das empresas emitentes declara que o seu órgão de administração debate e aprova o plano estratégico e 80% declara aprovar uma política de risco, revelando uma melhoria contínua desde 2018 até 2020.

Em particular no que respeita à política de risco (VI.1.(2)), muito embora não haja, em todos os casos de acolhimento, uma expressa declaração acerca da concreta fixação de limites em matéria de assunção de riscos, durante o processo de monitorização deu-se conta às empresas emitentes de que se tornará relevante que, ainda que em termos genéricos, sejam objeto de divulgação os temas que foram definidos na política de risco, em termos de fixação de limites, ou de objetivos ou outros que se repute relevantes.

### **VI.1.(2) – Fixação de limites em matéria de assunção de riscos**

#### **A RECOMENDAÇÃO:**

O órgão de administração deve debater e aprovar o plano estratégico e a política de risco da sociedade, que inclua a fixação de limites em matéria de assunção de riscos.

#### **INDICAÇÃO ÀS EMPRESAS PARA FUTUROS RELATÓRIOS DE GOVERNO:**

Mesmo não sendo divulgada a concreta “fixação de limites em matéria de assunção de riscos”, será, ainda assim, relevante que, mesmo que em termos genéricos, sejam objeto de divulgação os temas que foram definidos na política de risco, em termos de fixação de limites, ou de objetivos ou outros que se repute relevantes.

## VI.2.

Em relação a VI.2., observava-se já em 2019 que, dentro dos casos de acolhimento, nem sempre resultava dos dados publicamente disponíveis, tão inequivocamente quanto é recomendável, a informação sobre se o órgão de fiscalização está organizado internamente, implementando mecanismos e procedimentos de controlo periódico, com vista a garantir a consistência entre os riscos efetivamente incorridos e os objetivos previamente fixados, conforme aqui recomendado pelo CGS. Justamente para que tal não suceda no futuro, deu-se conta às empresas emitentes da importância de que tal informação seja fornecida.

De todo o modo, com o seu perfil atual, a monitorização da recomendação registou um acolhimento de 74%, apenas ligeiramente abaixo dos 77% obtidos em 2019.

## VI.2. Implementação de mecanismos e procedimentos de controlo periódico, pelo órgão de fiscalização, para verificar a consistência dos riscos incorridos com os objetivos fixados pela administração

### A RECOMENDAÇÃO:

O órgão de fiscalização deve organizar-se internamente, implementando mecanismos e procedimentos de controlo periódico com vista a garantir que os riscos efetivamente incorridos pela sociedade são consistentes com os objetivos fixados pelo órgão de administração.

### INDICAÇÃO ÀS EMPRESAS PARA FUTUROS RELATÓRIOS DE GOVERNO:

Não obstante se tenha dado relevo, neste exercício de monitorização, à informação sobre a fixação da competência do órgão de fiscalização nesta matéria, a evidência da implementação desses mesmos mecanismos e procedimentos de controlo periódico terá de ser tida em consideração, na aferição do pleno acolhimento da recomendação, em exercícios futuros. Consideraremos, portanto, indispensável, nos próximos exercícios, que seja fornecida informação sobre a implementação dos referidos mecanismos e procedimentos de controlo periódico para que se possa tomar por acolhida a presente recomendação.

VI.3., VI.4. e VI.5.

90% das empresas emitentes estruturaram o seu sistema de controlo interno nos termos que tiveram por adequados<sup>27</sup>

---

27. A "adequação" referida é tida como linha de conduta, como tal não sujeita a uma monitorização autónoma – à semelhança do que sucede também nas

para a dimensão da sociedade e a complexidade dos riscos inerentes à sua atividade, com a competência do órgão de fiscalização para o avaliar e propor ajustamentos necessários. O valor de acolhimento de VI.3. sobe para 94% no contexto do PSI 20.

Conforme recomenda VI.4., o mesmo órgão de fiscalização pronuncia-se sobre os planos de trabalho e os recursos afetos aos serviços de controlo interno, incluindo às funções de gestão de riscos, *compliance* e auditoria interna (quando existentes), em 77% dos casos, o que revela um crescimento significativo em relação a 2019 (64%).

O órgão de fiscalização é ainda destinatário, nos termos recomendados em VI.5., dos relatórios realizados pelos serviços de controlo interno em 70% das empresas emitentes, mais uma vez em crescimento por referência aos 64% de 2019.

#### VI.6. e VI.7.

Com respeito às subrecomendações VI.6.(1) a (4), todas as sociedades continuam a estabelecer mecanismos com vista à identificação dos principais riscos a que se encontram sujeitas no desenvolvimento das suas respetivas atividades. 90% indicam expressamente que procedem à identificação da probabilidade de ocorrência destes riscos e ao respetivo impacto, 97% estabelecem instrumentos e medidas de mitigação, enquanto 93% define e identifica procedimentos de monitorização dos seus riscos.

---

recomendações I.1.1., IV.2. e VII.2.2. Sobre as linhas de conduta, cfr. o ponto 2 da Nota Interpretativa n.º 3.

Por seu turno, a recomendação VI.7. relativa aos procedimentos de fiscalização, avaliação periódica e ajustamento do sistema de controlo interno, apresenta um grau de acolhimento de 87%, superior à média no ano passado das três subrecomendações anteriores em si consolidadas (82%), sendo que o acolhimento é integral no universo do PSI 20.

## **Capítulo VII**

### **INFORMAÇÃO FINANCEIRA**

#### **AVALIAÇÃO GLOBAL DO CAPÍTULO**

O capítulo VII, atinente à informação financeira, contém, após desdobramento, cinco subrecomendações.

A média de acolhimento ascendeu a 85%. Este número compara com os 69% do ano anterior, que representavam já então o maior incremento dentro de um capítulo.

As percentagens de acolhimento variam entre os 97% e os 50%, não existindo situações de *explain* considerado equivalente ao acolhimento, nem tão-pouco casos de não aplicabilidade.

#### **RECOMENDAÇÕES**

##### **VII.1.1.**

Prevedo-se que o regulamento do órgão de fiscalização deve contemplar um conjunto de competências aí elencadas, tal verifica-se em 90% dos casos, com apenas três empresas emitentes a não acolherem a recomendação.

### VII.1.1. – Fiscalização do processo de preparação e divulgação de informação financeira

#### A RECOMENDAÇÃO:

O regulamento interno do órgão de fiscalização deve impor que este fiscalize a adequação do processo de preparação e de divulgação de informação financeira pelo órgão de administração, incluindo a adequação das políticas contabilísticas, das estimativas, dos julgamentos, das divulgações relevantes e sua aplicação consistente entre exercícios, de forma devidamente documentada e comunicada.

#### INDICAÇÃO ÀS EMPRESAS PARA FUTUROS RELATÓRIOS DE GOVERNO:

Se, numa fase de transição, a monitorização computava também as situações em que, não resultando embora a explicitação de tais competências a partir do regulamento interno do órgão de fiscalização, existia a informação correspondente no texto do relatório de governo da sociedade (v. RAM relativo a 2018, pág. 58; RAM relativo a 2019, pág.58), o tomada em consideração do teor explícito da recomendação conduzirá a que a monitorização apenas registre um acolhimento quando o regulamento interno do órgão de fiscalização imponha o dever mencionado.

#### VII.2.1.

Em conformidade com a leitura adotada desde a primeira monitorização<sup>28</sup>, espelhada hoje no ponto 21 da Nota

28. V. pág. 56 do RAM relativo a 2018 e pág. 58 do RAM relativo a 2019.

Interpretativa n.º 3, está em causa, não apenas a fixação genérica da competência do órgão de fiscalização para definição dos procedimentos de fiscalização destinados a assegurar a independência do revisor oficial de contas, mas sim a definição, *ex ante* e em abstrato, desses mesmos procedimentos.

Tal sucedeu em 53% das empresas emitentes, valor que representa uma subida significativa por referência aos 39% obtidos no ano passado.

#### VII.2.2.

No que toca a VII.2.2.(1), em 97% das sociedades há indicações no sentido de que o órgão de fiscalização é o principal interlocutor do revisor oficial de contas na sociedade.

A este propósito, importa notar que o órgão de fiscalização, ainda que possa não ser o interlocutor exclusivo, conforme resulta do ponto 22, *a*), da Nota Interpretativa n.º 3, deve ser, ainda que não o único, o primeiro destinatário dos respetivos relatórios.

Observou-se ainda, agora com respeito a VII.2.2.(2), que em 90% das empresas emitentes é ao órgão de fiscalização que compete propor a remuneração do revisor oficial de contas, havendo, por conseguinte, um ligeiro aumento do grau de acolhimento, já elevado, em ambas as subrecomendações.

#### VII.2.3.

Sem prejuízo de pontuais desvios em relação à explicitação de algum dos deveres elencados na recomendação, que foram objeto de indicação às empresas emitentes em cada caso, pode dizer-se que em 97% das emitentes (valor idêntico ao do exercício anterior) se verifica que o órgão de fiscalização tem o dever de avaliar anualmente o trabalho realizado pelo revisor

oficial de contas, a sua independência e adequação para o exercício das funções, podendo propor ao órgão competente a sua destituição ou a resolução do contrato de prestação dos seus serviços sempre que se verifique justa causa para o efeito.

### **VII.2.3. – Avaliação anual, pelo órgão de fiscalização, do trabalho do ROC**

#### **A RECOMENDAÇÃO:**

O órgão de fiscalização deve avaliar anualmente o trabalho realizado pelo revisor oficial de contas, a sua independência e adequação para o exercício das funções e propor ao órgão competente a sua destituição ou a resolução do contrato de prestação dos seus serviços sempre que se verifique justa causa para o efeito.

#### **INDICAÇÃO ÀS EMPRESAS PARA FUTUROS RELATÓRIOS DE GOVERNO:**

Se, ainda em fase de transição, se desconsideraram “pontuais desvios em relação à explicitação de algum dos deveres elencados na recomendação, que foram objeto de indicação às empresas emitentes em cada caso” (v. já o RAM relativo a 2019, pág. 59), considerar-se-á, doravante, que o acolhimento da recomendação exige a explicitação de todos os deveres elencados.

# CONCLUSÕES

Podemos, assim, concluir o seguinte:

- **Na monitorização relativa a 2020**, o grau médio de acolhimento das 53 recomendações do CGS IPCG 2018 – desdobradas em 74 subrecomendações – ascende a 79%.
- Esse grau médio de acolhimento sobe para 83% no universo das empresas emitentes que integram o PSI 20.
- À semelhança do ano anterior, observámos um progresso qualitativo ao nível da informação prestada nos relatórios de governo quanto às práticas adotadas, atestando uma saudável preocupação das empresas emitentes em ir ao encontro das exigências recomendatórias, e em explicitá-lo de forma a que um observador externo possa verificar o seu acolhimento. A CEAM vem desempenhando o seu papel neste domínio, procurando, dentro das suas competências e através das interações que este exercício permite, promover a melhoria das práticas de governo e a melhoria do seu relato.
- Entre as *recomendações mais acolhidas*, merecem realce as que dizem respeito a, nomeadamente: divulgação de informação da sociedade; adoção de política de comunicação de irregularidades; fixação das remunerações por uma comissão (ou pela assembleia geral, mas sob proposta daquela comissão); instituição de uma função de gestão de riscos, identificando os principais riscos a que se encontra sujeita a emitente e os instrumentos e medidas a adotar para sua mitigação; avaliação anual, pelo órgão de fiscalização, do trabalho do ROC.

- Entre as *menos acolhidas*, encontram-se as recomendações atinentes a: avaliação e pronúncia, pelo órgão de fiscalização, sobre as linhas estratégicas e a política de risco definidas pelo órgão de administração, previamente à sua aprovação final por este órgão; designação de um coordenador dos administradores independentes; aprovação de montante máximo de todas as compensações a pagar por cessação de funções de membro de órgão social; promoção, pela sociedade, de que as propostas para eleição de membros dos órgãos sociais sejam acompanhadas de fundamentação sobre adequação, à função a desempenhar, do perfil, conhecimentos e currículo de cada candidato; definição, pelo órgão de fiscalização, dos procedimentos de fiscalização destinados a assegurar a independência do ROC; existência de comissões especializadas em matéria de nomeações, de governo societário e de acompanhamento e apoio às designações de quadros dirigentes; presença de administradores não executivos independentes em número não inferior a um terço.
- **Na comparação entre as monitorizações relativas a 2019 e a 2020**, verifica-se uma estabilização dos resultados, ainda que com ligeiro decréscimo, expectável face à alteração do quadro recomendatório: de 80% para 79%, no universo de todas as empresas emitentes monitorizadas, e de 86% para 83%, no das empresas integradas no PSI 20.
- Mas a comparação não é linear, por dois motivos. O primeiro, como referido, é a alteração do quadro recomendatório: de um CGS com 60 recomendações desdobradas em 117, passou-se

para 53 recomendações, desdobradas em 74, pelo que, pode dizer-se, não é exatamente o mesmo Código que é objeto de monitorização em 2021.

- Assim, embora se trate do terceiro exercício de monitorização sob a égide do IPCG, é o primeiro feito por referência à nova versão do CGS, de 2020. Tal como os resultados de 2019 se puderam comparar com os de 2018, na mesma linha se poderá vir a fazer a comparação entre 2020 e o futuro exercício de 2021, sem que aí interfira uma modificação do quadro recomendatório.
- O segundo motivo que dificulta a comparação reside nas modificações no universo de emittentes monitorizadas, com saídas do mercado regulamentado, por um lado, e, por outro, o cômputo de relatórios de governo de emittentes que passaram pela primeira vez a adotar o CGS do IPCG, as quais compõem 10% do conjunto de emittentes considerado nesta estatística.
- **Quanto ao futuro:** a alteração do quadro recomendatório e as modificações no universo de empresas emittentes monitorizadas, não permitiram ainda confirmar a expectativa de uma nova subida do grau de acolhimento já em 2020; sem prejuízo, regista-se uma relevante estabilidade dos resultados, e antecipa-se que, a uma maior dificuldade inicial em lograr o acolhimento, perante conteúdos recomendatórios com novas feições, se siga no futuro próximo uma melhoria das práticas e/ou do seu reporte em sede dos relatórios de governo das empresas emittentes. É essa a expectativa com que perspetivamos o exercício que se seguirá.



# ANEXO 1

## Tabela comparativa (2019-2020) dos resultados individuais das 74 subrecomendações

As alterações a que foi sujeito o CGS, por mor da revisão operada em 2020, tornam inviável uma comparação linear entre os resultados de acolhimento relativos a 2020 e os anteriormente obtidos por referência a 2019.

Ainda assim, tendo-se procurado dar nota, ao longo do presente Relatório, das correspondências a traçar em relação ao passado recente, assim como da evolução no grau de acolhimento, sempre que tal se afigurou possível, ensaiamos de seguida uma tabela comparativa entre os exercícios de 2020 e de 2019.

Como não é este o lugar para a chamada de atenção quanto a diferenças no teor das recomendações (mas cfr. tudo o que se expõe *supra*, V.3., complementado com todos os elementos relativos aos trabalhos preparatórios da revisão de 2020), fazemos notar que as colunas relativas aos resultados de 2019:

- são preenchidas apenas com o resultado desse ano, sempre que a (sub)recomendação se mantenha idêntica (ainda que com diferente numeração);

- são preenchidas com várias percentagens, sempre que a atual (sub)recomendação resulte do agrupamento de duas ou mais anteriores (sub) recomendações;

- são preenchidas com o(s) resultado(s) de 2019, acompanhado(s) da alusão à numeração da antiga recomendação, o que será indicador de diferenças

de conteúdo recomendatório entre o CGS em 2018 (à luz do qual foi feita a monitorização de 2019) e a versão revista em 2020 (à luz da qual é feita a presente monitorização);

não são preenchidas, sempre que à atual recomendação não seja possível encontrar suficiente correspondência no CGS na versão de 2018, anteriormente em vigor e, por conseguinte, na monitorização efetuada por referência a 2019.

## ACOLHIMENTO GLOBAL (S+E)

Recomendação	Todas as empresas emitentes		Empresas emitentes do PSI 20	
	2019	2020	2019	2020
I.1.1.	100%	100%	100%	100%
I.2.1.	52%	60%	56%	72%
I.2.2.(1)	88% / 97%	83%	94% / 94%	89%
I.2.2.(2)	94% / 97%	87%	100% / 94%	94%
I.2.2.(3)	85% / 91%	80%	87% / 92%	76%
I.2.2.(4)	100%	100%	100%	100%
I.2.2.(5)	100%	100%	100%	100%
I.2.2.(6)	85%	88%	93%	88%
I.2.3.(1)	97%	97%	100%	94%
I.2.3.(2)	100%	100%	100%	100%
I.2.4.	97%	100%	100%	100%
I.3.1.	85%	97%	94%	100%
I.3.2.	94%	97%	100%	100%
I.4.1.	100% (I.4.1.)	70%	100% (I.4.1.)	67%
I.4.2.	79%	73%	89%	83%
I.5.1.	39% (I.5.1.(1) e (2))	90%	50% (I.5.1.(1) e (2))	100%
I.5.2.	-	-	-	-
II.1.(1)	97%	93%	100%	100%
II.1.(2)	67%	67%	100%	100%
II.2.	91%	86%	94%	94%

## ACOLHIMENTO GLOBAL (S+E)

Recomendação	Todas as empresas emitentes		Empresas emitentes do PSI 20	
	2019	2020	2019	2020
II.3.	78% (II.4.)	66%	89% (II.4.)	67%
II.4.	69%	76%	78%	78%
II.5.	50% / 100%	75%	33% / 100%	67%
II.6.	88%	79%	83%	72%
III.1.	35%	36%	43%	33%
III.2.(1)	63%	79%	82%	94%
III.2.(2)	55%	67%	67%	78%
III.2.(3)	100%	100%	100%	100%
III.3.	66%	69%	76%	76%
III.4.	56%	55%	65%	59%
III.5.	-	-	-	-
III.6.(1)	58% (III.8.(1))	33%	72% (III.8.(1))	39%
III.6.(2)	48% (III.8.(2))	27%	61% (III.8.(2))	33%
III.7.(1)	52%	57%	56%	56%
III.7.(2)	48%	53%	67%	67%
III.7.(3)	97% (III.9.(2))	87%	100% (III.9.(2))	89%
IV.1.	70%	63%	72%	67%
IV.2.(1)	87%	89%	88%	82%
IV.2.(2)	80%	89%	88%	88%
IV.2.(3)	87%	93%	88%	88%

## ACOLHIMENTO GLOBAL (S+E)

Recomendação	Todas as empresas emittentes		Empresas emittentes do PSI 20	
	2019	2020	2019	2020
IV.3.	-	60%	-	67%
V.1.1.(1)	73%	83%	83%	89%
V.1.1.(2)	83%	83%	92%	92%
V.1.1.(3)	77%	85%	82%	88%
V.2.1.	97% / 87% (III.9.(2) / V.2.1.(2))	87%	100% / 88% (III.9.(2) / V.2.1.(2))	89%
V.2.2.	94% (V.2.1.(1))	100%	94% (V.2.1.(1))	100%
V.2.3.	97% (V.2.4.(2))	47%	94% (V.2.4.(2))	39%
V.2.4.	97%	93%	100%	94%
V.2.5.	94%	90%	100%	89%
V.2.6.	69%	70%	78%	72%
V.2.7.	94%	97%	100%	100%
V.2.8.	59% / 84%	59%	59% / 100%	59%
V.2.9.	50%	100%	-	100%
V.2.10.	87%	85%	94%	88%
V.3.1.	56%	47%	79%	61%
V.3.2.	39%	44%	57%	57%
V.3.3.	57%	58%	50%	44%
V.3.4.	73%	80%	82%	83%

## ACOLHIMENTO GLOBAL (S+E)

Recomendação	Todas as empresas emitentes		Empresas emitentes do PSI 20	
	2019	2020	2019	2020
VI.1.(1)	88%	90%	89%	94%
VI.1.(2)	73% / 67% / 100% (VI.1.(2) e IV.3.(1) e (2))	80%	83% / 78% / 100% (VI.1.(2) e IV.3.(1) e (2))	89%
VI.2.	77%	74%	93%	83%
VI.3.	100% / 100% / 73% / 97% / 97% / 96% (III.10.(1),(2),(3) e III.11.(1),(2),(3))	90%	100% / 100% / 78% / 100% / 100% / 100% (III.10.(1),(2),(3) e III.11.(1),(2),(3))	94%
VI.4.	64%	77%	78%	89%
VI.5.	64%	70%	78%	83%
VI.6.(1)	100%	100%	100%	100%
VI.6.(2)	85%	90%	94%	94%
VI.6.(3)	91%	97%	100%	100%
VI.6.(4)	97%	93%	100%	100%
VI.7.	91% / 76% / 79%	87%	100% / 83% / 83%	100%
VII.1.1	97%	90%	100%	94%
VII.2.1.	39%	53%	50%	67%
VII.2.2.(1)	94%	97%	94%	94%
VII.2.2.(2)	88%	90%	89%	94%
VII.2.3.	97%	97%	100%	100%

# ANEXO 2

## Lista de emittentes monitorizadas (exercício de 2020)

---

**Altri, S.G.P.S., S.A.**

**Banco Comercial Português, S.A.**

Caixa Geral de Depósitos, S.A.

Cofina, S.G.P.S., S.A.

**Corticeira Amorim, S.G.P.S., S.A.**

**CTT – Correios de Portugal, S.A.**

**EDP – Energias de Portugal, S.A.**

**EDP Renováveis, S.A.**

Estoril-Sol, S.G.P.S., S.A.

Flexdeal SIMFE, S.A.

Futebol Clube do Porto – Futebol, SAD

**Galp Energia, S.G.P.S., S.A.**

Glintt – Global Intelligent Technologies, S.G.P.S., S.A.

Grupo MEDIA CAPITAL, S.G.P.S., S.A.

**Ibersol, S.G.P.S., S.A.**

Impresa, S.G.P.S., S.A.

Inapa – Investimentos, Participações e Gestão, S.A.

**JERÓNIMO MARTINS, S.G.P.S., S.A.**

Lisgráfica – Impressão e Artes Gráficas, S.A.

Martifer, S.G.P.S., S.A.

**Mota-Engil, Engenharia e Construção, S.A.**

**NOS, S.G.P.S., S.A.**

NOVABASE, S.G.P.S., S.A.

**Pharol, S.G.P.S., S.A.**

**Ramada Investimentos e Indústria, S.A.**

**REN – Redes Energéticas Nacionais, S.G.P.S., S.A.**

**Semapa – Sociedade Investimento e Gestão, S.G.P.S., S.A.**

**SONAE, S.G.P.S., S.A.**

SONAE Indústria, S.G.P.S., S.A.

SONAECOM, S.G.P.S., S.A.

Sporting Clube de Portugal – Futebol, SAD

TEIXEIRA DUARTE – Engenharia e Construções, S.A.

Toyota Caetano Portugal, S.A.

**THE NAVIGATOR COMPANY, S.A.**

VAA – Vista Alegre Atlantis, S.G.P.S., S.A.

---

**Empresas emittentes que integraram o índice PSI 20 em 2020**

**CEAM** | RELATÓRIO ANUAL DE MONITORIZAÇÃO 2021

The bottom half of the page features a series of approximately ten thin, white, wavy lines that flow horizontally across the width of the page. These lines are spaced out and have a fluid, undulating appearance, creating a sense of movement and depth against the solid blue background.