

CEAM

COMISSÃO EXECUTIVA
DE ACOMPANHAMENTO E MONITORIZAÇÃO
CÓDIGO DE GOVERNO DAS SOCIEDADES DO IPCG 2018

RELATÓRIO ANUAL DE MONITORIZAÇÃO
RELATIVO AO EXERCÍCIO DE 2019

CAM COMISSÃO DE
ACOMPANHAMENTO
E MONITORIZAÇÃO



Instituto Português de
Corporate Governance

OUTUBRO 2020

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
www.cgov.pt

ISBN
978-989-54925-1-0

COMISSÃO DE ACOMPANHAMENTO E MONITORIZAÇÃO DO CÓDIGO DE GOVERNO DAS SOCIEDADES 2018

COMPOSIÇÃO

Pedro Maia (Presidente)
Alexandre Lucena e Vale
Ana Perestrelo de Oliveira
Carlos Gomes da Silva
Isabel Ucha
José Gonçalo Maury
José Veiga Sarmiento
Paulo Câmara

COMISSÃO EXECUTIVA DE ACOMPANHAMENTO E MONITORIZAÇÃO DO CÓDIGO DE GOVERNO DAS SOCIEDADES 2018

COMPOSIÇÃO

Duarte Calheiros (Presidente)
Abel Sequeira Ferreira
Rui Pereira Dias (Diretor Executivo)
Mafalda de Sá

EQUIPA TÉCNICA DE APOIO À MONITORIZAÇÃO

COMPOSIÇÃO

Andreea Babicean · Francisca Pinto Dias · Nuno Devesa Neto · Renata Melo Esteves

O Relatório Anual de Monitorização relativo ao exercício de 2019, finalizado pela CEAM — Comissão Executiva de Acompanhamento e Monitorização em outubro de 2020, foi aprovado pela CAM — Comissão de Acompanhamento e Monitorização em reunião de 6 de novembro de 2020.

CEAM

**COMISSÃO EXECUTIVA DE ACOMPANHAMENTO
E MONITORIZAÇÃO
CÓDIGO DE GOVERNO DAS SOCIEDADES DO IPCG 2018**

RELATÓRIO ANUAL DE MONITORIZAÇÃO
RELATIVO AO EXERCÍCIO DE 2019

OUTUBRO 2020

SUMÁRIO

I. Sumário executivo.....	9
II. Introdução.....	11
III. Princípios da Monitorização.....	13
IV. Metodologia	17
V. Avaliação do grau de acolhimento	17
V.1. Enquadramento	17
V.1.1. Recomendações múltiplas	17
V.1.2. Recomendações não aplicáveis	18
V.1.3. Resultados	18
V.2. A qualidade do <i>explain</i>	19
V.2.1. O princípio <i>comply or explain</i>	19
V.2.2. A avaliação do <i>explain</i>	21
V.3. Conteúdos do Código monitorizados pela CEAM.....	22
Capítulo I · Parte Geral	22
Capítulo II · Acionistas e Assembleia Geral	27

Capítulo III · Administração Não executiva e Fiscalização ...	30
Capítulo IV · Administração Executiva	39
Capítulo V · Avaliação de Desempenho, Remunerações e Nomeações.....	41
Capítulo VI · Gestão de Risco.....	55
Capítulo VII · Informação Financeira	57
VI. Conclusões	60
ANEXO I	
Tabela comparativa (2018-2019) dos resultados individuais das 117 subrecomendações.....	65
ANEXO II	
Lista de emitentes monitorizadas (exercício de 2019).....	71

I. SUMÁRIO EXECUTIVO

O presente Relatório Anual de Monitorização (**RAM**) é o segundo elaborado por referência ao Código de Governo das Sociedades do IPCG 2018 (doravante, identificado como **CGS IPCG 2018**), nele se dando conta dos trabalhos de acompanhamento e monitorização efetuados com respeito ao exercício de 2019.

Composto por 60 recomendações, que, para efeitos de monitorização, foram desdobradas em 117 subrecomendações, o Código representou um passo significativo no sentido da autorregulação do Governo das Sociedades em Portugal.

Dentro do espírito de cooperação entre o IPCG — Instituto Português de Corporate Governance (doravante, o **IPCG**), 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**), refletido nos Protocolos celebrados entre o IPCG e cada uma destas entidades, foi possível erigir um sistema de monitorização independente e autónomo, que permite apurar resultados sobre o acolhimento das recomendações do CGS IPCG 2018¹.

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>.

Neste processo, a Comissão Executiva de Acompanhamento e Monitorização do Código (doravante, a **CEAM**), constituída após a entrada em vigor do CGS IPCG 2018, continuou a desempenhar as suas diversas funções: para além da interação com as empresas emittentes no sentido de esclarecer dúvidas interpretativas sobre o teor das recomendações, a CEAM 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 emittentes os resultados finais da sua análise.

Deste modo, foram obtidos os elementos e esclarecimentos necessários a uma monitorização informada, no sentido de assegurar a objetividade e isenção que se impõem a um tal exercício, com sensibilidade para as particularidades de cada empresa emittente, 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.

Deste exercício resulta a conclusão de que o grau médio de acolhimento do CGS IPCG 2018, no total das empresas emittentes monitorizadas, com respeito à totalidade das recomendações e sub-recomendações, ascendeu a 80%, percentagem que, no caso das empresas emittentes que integram o PSI 20, se eleva para 86%, o que representa, em ambos os casos, um aumento de dois pontos percentuais face aos resultados do exercício do ano de 2018.

Nestes termos, os trabalhos de monitorização que aqui se relatam, e que a seguir melhor se detalham, abrem boas perspetivas de futuro: não apenas o grau de acolhimento das recomendações pode considerar-se amplamente satisfatório, como também os contactos

estabelecidos com as empresas emitentes permitiram evidenciar a sua crescente preocupação com o governo das sociedades.

Renovamos, por isso, a convicção de que as empresas continuarão a desenvolver os seus melhores esforços para a sustentada melhoria das práticas de governo.

II. INTRODUÇÃO

O Relatório Anual de Monitorização (doravante também abreviadamente referido por **RAM**) que ora se apresenta constitui a segunda análise elaborada por referência ao CGS IPCG 2018.

Conforme já sublinhado, a implementação do novo código resultou do esforço levado a cabo pelo IPCG, em cooperação com a CMVM e a AEM, de que são testemunho os já mencionados Protocolos celebrados com ambas as entidades².

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

Composta atualmente por quatro membros, incluindo um Diretor Executivo responsável pela coordenação dos trabalhos de natureza técnica³, a Comissão, entre outras funções, deve:

² 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>.

³ Para a realização dos trabalhos de monitorização realizados em 2020

- apoiar as emitentes na interpretação do Código, designadamente, promovendo o esclarecimento das dúvidas interpretativas mais prementes, neste contexto tendo sido emitida, no ano em apreço, a Nota Interpretativa n.º 2 do CGS IPCG 2018⁴;
- realizar os estudos necessários para o êxito da fase de transição do Código da CMVM para o atual quadro recomendatório; neste sentido, a CEAM desenvolveu um estudo das correspondências entre o Anexo I do Regulamento da CMVM n.º 4/2013 e as recomendações do Código, de forma a contribuir para a preparação dos relatórios de governo societário das empresas emitentes à luz das suas recomendações⁵, e preparou e divulgou, sempre em articulação com a CAM - Comissão de Acompanhamento e Monitorização (doravante, a **CAM**), uma tabela de identificação de recomendações com conteúdo múltiplo, procurando desdobrá-las de forma a contribuir para uma boa concretização dos trabalhos de monitorização⁶;
- partilhar, com cada uma das empresas emitentes, os resultados preliminares da monitorização efetuada com base na informação pública disponível, convidando as empresas a pronunciarem-se sobre esses resultados preliminares;

foi obtido o auxílio de uma equipa técnica de quatro elementos adicionais, composta por Andreea Babicean, Francisca Pinto Dias, Nuno Devesa Neto e Renata Melo Esteves.

⁴ Disponível em: <https://cam.cgov.pt/pt/documentos/1346-nota-interpretativa-n-2-sobre-a-interpretacao-do-codigo-de-governo-das-sociedades-ipcg-2018>, que assim se juntou à Nota Interpretativa n.º 1 emitida em 2018 (acessível em: <https://cam.cgov.pt/pt/documentos/1292-codigo-de-governo-das-sociedades-2018-nota-interpretativa-n-1>).

⁵ Disponível em: <https://cam.cgov.pt/pt/documentos/1341-correspondencias-entre-o-anexo-i-do-regulamento-da-cmvm-n-4-2013-e-as-recomendacoes-do-codigo-de-governo-das-sociedades-do-ipcg-de-2018>.

⁶ Disponível em: <https://cam.cgov.pt/pt/documentos/1344-tabela-de-recomendacoes-multiplas>.

- analisar e considerar todos os contributos recolhidos, para efeitos da fixação dos resultados finais da monitorização, que comunica a cada uma das empresas emitentes, e com base nos quais elabora o Relatório Anual de Monitorização.

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

Assim, adotando a estrutura definida pela CAM no exercício da respetiva competência, na sequência do 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 IPCG 2018 e dos conteúdos monitorizados pela CEAM, após o que são apresentadas breves conclusões finais (VI.).

III. 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 2018 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 2018 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 2018;
- c) **Autonomia** — a monitorização do CGS 2018 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 2018;
- 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 2018 ou sobre a conduta das empresas aderentes;
- f) **Compleitude** — a monitorização deve incidir sobre todos os princípios e recomendações do CGS 2018;
- g) **Colaboração** — a monitorização deve assentar na colaboração com as entidades que adotem o CGS 2018, seja fornecendo a estas os elementos e esclarecimentos necessários a uma correta interpretação e aplicação do CGS 2018, 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 2018;
- 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 2018, 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 2018, bem como induzir as alterações que se afigurem necessárias e/ou adequadas à evolução do CGS 2018;
- k) **Anualidade** — Sem prejuízo de intervenções pontuais, a monitorização assentará num ciclo anual de atividade;
- l) **Comply or explain** — o CGS 2018 é de adesão voluntária e a sua observância assenta na regra *comply or explain*, pelo que a monitorização deve assegurar a efectiva valorização do “*explain*” com equivalência ao acolhimento das recomendações em causa.

IV. METODOLOGIA

O processo de monitorização conducente à elaboração do Relatório Anual de Monitorização, à semelhança do exercício anterior, 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 três sociedades, por referência ao exercício findo em 31 de dezembro de 2019.

A primeira análise levada a cabo culminou na comunicação dos resultados preliminares da monitorização conduzida pela CEAM, espelhados em tabelas individuais, remetidas a cada uma das empre-

sas emitentes, que continham, além da avaliação de cada subrecomendação — acolhida, não acolhida, não aplicável e avaliação do *explain*⁷ —, observações fundamentadas, sempre que tal se justificou.

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 contactos, seja por escrito, seja pela realização de reuniões, 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, com destaque para a dimensão pedagógica desse exercício.

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 2019, 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 descritas.

⁷ Sobre esta avaliação, v. *infra*, V.1.3. deste Relatório.

V. 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 correspondente 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 117 subrecomendações, tais como identificadas na *Tabela de Recomendações Múltiplas*⁸.

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

⁸ Disponível em: <https://cam.cgov.pt/pt/documentos/1344-tabela-de-recomendacoes-multiplas>.

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; tal não prejudica que, na apresentação dos conteúdos do Código monitorizados pela CEAM (*infra*, V.3), pontualmente, tenha sido considerado 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 determinadas subrecomendações;
- as circunstâncias fácticas relevadas no contexto do que pôde ainda considerar-se uma fase de transição para uma nova matriz recomendatória.

V.1.3. Resultados

Em cada subrecomendação e para cada 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 ou global.

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 1, 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” do 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, nesta fase de transição, a CEAM colocou particular ênfase na necessidade de integrar eventuais omissões das empresas emitentes em lugar próprio, 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”.

Em qualquer caso, 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 deverá 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.*”⁹

⁹ Do mesmo modo, também a Recomendação da Comissão Europeia sobre a qualidade da informação relativa à governação das sociedades (“cumprir ou expli-

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 2018 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* do Código, base orientadora da interpretação e aplicação das recomendações e, em simultâneo, fundamento qualitativamente relevante para a apreciação do *explain* (cfr. o Preâmbulo ao CGS IPCG 2018). 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 ao voto eletrónico e à participação por meios telemáticos (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.4.2.).

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 explica-

car”), 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>

ção. 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, é importante 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.

V.3. Conteúdos do Código monitorizados pela CEAM

Capítulo I · *Parte Geral*

Avaliação global do capítulo

O capítulo contém doze 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 vinte e seis subrecomendações sujeitas a monitorização.

A média de acolhimento foi de 85%, subindo para 91% quando desconsiderados os resultados obtidos no último subcapítulo (I.5.1. e I.5.2.).

A percentagem de acolhimento variou entre os 100% e os 39%.

Verificamos, deste modo, um ligeiro progresso (de 84% para 85%) no cômputo global do capítulo, em face do ano anterior, com realce para a melhoria verificada no último subcapítulo.

Com efeito, nas recomendações sobre transações com partes relacionadas, o acolhimento passou a ser, respetivamente, de 39% e 73% do total das empresas emitentes. Além disso, metade das empresas do PSI 20 acolhe a I.5.1. e a grande maioria (92%) acolhe a I.5.2.

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 e procedimentos para o adequado tratamento e divulgação da informação — exigências estas que, nos termos da informação disponibilizada e à semelhança do ano anterior, as empresas emittentes 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 — I.2.1.(1) — e requisitos de diversidade — I.2.1.(2) —, 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 fora explicitado junto das empresas emittentes durante a primeira monitorização, relativa a 2018 e realizada em 2019, encontrando ainda eco no ponto 3 da Nota Interpretativa n.º 2 e no RAM precedente¹⁰.

Seguindo este critério, o acolhimento de ambas as subrecomendações, sem qualquer caso de *explain* materialmente equivalente, foi de 52% no total das empresas emittentes e 56% nas empresas do PSI 20.

¹⁰ V. pág. 30 do RAM relativo a 2018.

Analisados agora os relatórios de governo societário à luz de uma leitura mais consentânea com o teor literal da recomendação, chega-se aos resultados acima reportados, que, em termos qualitativos, correspondem a um progresso efetivo no estabelecimento dos critérios aqui em causa, em linha com as indicações fornecidas pela monitorização no exercício anterior.

Sem prejuízo, assinala-se um decréscimo face aos valores do ano passado, o qual é explicado por uma alteração de critério. Com efeito, pela circunstância de, na monitorização do exercício de 2018, se tratar de uma primeira fase de transição, foi fixado o resultado de *não aplicável* nos casos em que não existiu assembleia geral eletiva nesse ano e, além disso, a monitorização, para efeitos de acolhimento, bastou-se com a verificação do cumprimento dos requisitos legais de diversidade de género¹¹.

I.2.2., I.2.3. e I.2.4.

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.

Com níveis de acolhimento iguais ou superiores a 85%, em quase todas existindo um aumento do nível de acolhimento por referência ao exercício anterior, apresentam-se como casos de não aplicabilidade de parte das recomendações apenas os que correspondem a situações, que se verificam em algumas empresas emitentes, de inexistência de comissões internas.

I.2.5.

Recomenda o Código, nesta sede, não apenas a adoção de uma política de *whistleblowing* com a dotação dos meios adequados, mas

¹¹ V., nesse sentido, o RAM relativo a 2018, pág. 30.

também, conforme o desdobramento da recomendação permite vislumbrar, a previsão da existência e a garantia do funcionamento de mecanismos de deteção e prevenção de irregularidades.

Em conformidade com o ponto 4 da Nota Interpretativa n.º 2 e o critério já seguido no ano anterior, considerámos haver coincidência entre os mecanismos de deteção e prevenção de irregularidades (subrecomendação I.2.5.(1)) e os que se associam ao funcionamento dos sistemas de gestão de risco, controlo interno e auditoria interna, conforme referidos e monitorizados na recomendação III.10., existindo um integral acolhimento.

Quanto ao *whistleblowing*, por seu turno, existe evidência da adoção da política em causa em 97% das empresas emitentes, cifra que ascende a 100% nas empresas emitentes do PSI 20.

I.3.1. e I.3.2.

Com níveis de acolhimento, respetivamente, de 85% e 94%, em geral, e de 94% e 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., seguindo o critério plasmado no ponto 5 da Nota Interpretativa n.º 2, 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, foi verificado o acolhimento integral da obrigatoriedade de informação pontual, dentro de cada órgão ou comissão interna, sobre factos que possam constituir ou dar causa a um tal conflito.

Em acréscimo, a garantia da não intervenção de um membro em potencial conflito no processo de decisão surge comprovada, diretamente ou por via de soluções materialmente equivalentes à recomendada, em 79% dos casos, correspondendo a um aumento de 10 pontos percentuais face ao resultado do exercício de 2018.

I.5.1. e I.5.2.

O Código recomenda a definição do tipo, âmbito e valor mínimo daqueles negócios que, sendo celebrados com partes relacionadas, justificam, pelos potenciais riscos que, enquanto tais, comportam, uma dupla intervenção, não apenas do órgão de administração, atuando colegialmente (e portanto com intervenção dos seus membros não executivos), como também do órgão de fiscalização, nos termos da recomendação I.5.1.— leitura consagrada no ponto 6 da Nota Interpretativa n.º 2.

Trata-se de negócios que, no mínimo semestralmente, deverão ser objeto de comunicação, a este último órgão, por parte da administração, tal como recomendado em I.5.2. — podendo ser tida em consideração outra forma de comunicação, definida com base na estrutura de cada empresa emitente, caso não haja acolhimento da recomendação anterior, conforme explicitado no ponto 7 da referida Nota.

No que respeita a estas comunicações, o acolhimento elevou-se a 73% e, quanto à exigência daquela dupla intervenção, a 39%, o que, em ambos os casos, se traduz num aumento significativo face aos resultados anteriores.

Com uma melhoria igualmente expressiva, metade das empresas do PSI 20 acolhe a recomendação I.5.1. e a grande maioria (92%) acolhe a recomendação I.5.2.

Uma vez mais, a interação com as empresas emitentes permitiu vislumbrar a existência de algumas práticas que materialmente poderão aproximar-se ou corresponder às recomendadas, sem que todavia exista informação pública que haja permitido o seu cômputo nesta sede.

Em acréscimo, com a entrada em vigor da Lei n.º 50/2020, de 25 de agosto, que transpôs para o direito português a Diretiva dos

Direitos dos Acionistas II¹², esta matéria passou a ser objeto de lei imperativa, razão pela qual as empresas emitentes terão, doravante, que conformar os seus procedimentos com as exigências legais.

Capítulo II · *Acionistas e Assembleia Geral*

Avaliação global do capítulo

O capítulo contém seis recomendações, desmultiplicadas, em sede de monitorização, em nove subrecomendações, todas dedicadas a temas relacionados com a participação acionista em assembleia geral.

A média de acolhimento, semelhante à do capítulo anterior, foi de 84%.

A percentagem de acolhimento variou entre os 50% e os 100%, computando-se nesses resultados o recurso, de relevo assinalável, a um *explain* equivalente a acolhimento, presente nas recomendações II.2., II.3., II.4 e II.5.

Recomendações

II.1. e II.2.

Ao tomar posição sobre o adequado envolvimento dos acionistas no governo societário, o Código 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.

¹² 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 primeira recomendação citada mereceu acolhimento de 97% 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 (82%) a sub-recomendação seguinte, que solicitava às empresas emitentes a explicitação da opção, em relatório de governo, sempre que houvesse desvio ao aludido princípio.

No que respeita aos quóruns deliberativos, a recomendação é acolhida em 91% das empresas emitentes, dos quais 78% (25 emitentes) correspondem a acolhimento direto e 13% (4 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 o exercício do direito de voto por correspondência, incluindo por via eletrónica (II.3.)¹³, bem como para a participação em assembleia por meios telemáticos (II.4.).

As empresas emitentes corresponderam, em sentido amplo, ao recomendado em 69% dos casos na recomendação II.3. e em 78% na recomendação II.4.

É de sublinhar que, no que respeita à segunda recomendação, um tal resultado é quase exclusivamente (75% dos 78%) devido à valoração do *explain* das empresas emitentes sempre que, justificadamente e à semelhança do exercício do ano anterior, deram conta da

¹³ Quanto ao voto por via eletrónica, nos termos fixados no ponto 8 da Nota Interpretativa n.º 2, se a sua admissibilidade não estiver expressamente prevista nos estatutos, mas decorrer de uma prática reiterada e devidamente justificada, nomeadamente constante das convocatórias para a assembleia geral, considera-se haver implementação de meios adequados nesse sentido.

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 previstos no ponto 9 da Nota Interpretativa n.º 2.

Não obstante estas orientações tenham valido na monitorização relativa a 2019, justificar-se-á que as empresas emitentes, em 2020, reflitam sobre a utilidade acrescida que a experiência recente permite reconhecer aos meios telemáticos, reflexão essa que a CEAM procurou promover junto das empresas emitentes ao longo dos contactos estabelecidos em sede de monitorização. A enorme utilização desses meios no contexto da COVID-19, evidenciando as suas possíveis virtualidades, colocará no próximo exercício um ónus acrescido às empresas emitentes em geral na justificação da sua não implementação¹⁴.

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.) foi largamente não aplicável (88%), em resultado de, na grande maioria dos casos, não se encontrarem previstas tais limitações. Nos casos de aplicabilidade, correspondentes a quatro emitentes, o acolhimento foi de 50%.

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 88% das empresas emitentes.

¹⁴ Tendo em consideração, nomeadamente, 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/Legislacao Nacional/Recomendacoes/Pages/rec_ag_2020.aspx?v=.

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 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”¹⁵.

A diferença de resultados face ao ano anterior deve-se à aplicação deste critério, exigindo-se, para um pleno acolhimento, que as empresas emitentes “justifiquem, fundamentadamente” (citando de novo o ponto 10 da Nota Interpretativa nº 2), com base em informação pública constante do relatório de governo societário ou de outro modo publicamente disponível, que tais medidas têm as características acima descritas.

Uma vez que a subrecomendação II.6.(2) foi autonomizada, em virtude da desmultiplicação operada, mas perante a ausência de uma alusão correspondente no Anexo I ao Regulamento da CMVM nº 4/2013, em vigor, foi estendido o resultado da monitorização da subrecomendação anterior também para a presente.

Capítulo III · *Administração Não executiva e Fiscalização*

Avaliação global do capítulo

O capítulo III, dedicado à administração não executiva e à fiscalização, contém vinte e quatro recomendações, das quais três são aplicáveis apenas ao modelo de governo germânico — III.2.(3), III.7.(1) e III.7.(2).

Por seu turno, não são aplicáveis ao modelo germânico as recomendações III.2.(1), III.3., III.4. e III.6.

¹⁵ V. ponto 10 da Nota Interpretativa nº 2.

A recomendação III.5., estabelecendo um *cooling-off period* em abstrato relevante para a aferição dos critérios de independência dos administradores, foi considerada não aplicável ao universo total de sociedades analisadas.

A média de acolhimento foi de 72% em todas as empresas emittentes, aumentando para 80% no universo PSI 20.

A percentagem de acolhimento variou entre os 35% e os 100%.

Recomendações

III.1.

De acordo com a recomendação III.1, os administradores independentes devem designar entre si um coordenador (*lead independent director*), a não ser que o presidente do órgão de administração seja ele próprio independente, o que sucede em apenas uma empresa emittente, em relação à qual a recomendação foi considerada, por esse motivo, não aplicável.

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 *lead non executive director*, conforme explicado no ponto 2 da Nota Interpretativa n.º 1¹⁶. Não existe, todavia, registo da implementação de uma tal possibilidade por parte das empresas emittentes.

¹⁶ “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 *lead independent director* conforme literalmente se recomenda, poderá ser designado um coordenador pelos administradores não executivos de entre si (*lead non executive director*), devendo considerar-se tal designação equivalente ao acolhimento da recomendação, se, no seu conjunto, se mostrar devidamente fundamentada a opção da sociedade.”

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 aplicável¹⁷.

Do universo das sociedades às quais esta recomendação é aplicável, oito (31%) designaram um *lead independent director*, um aumento face aos cinco casos de acolhimento direto em 2018; e uma emiteente (4%) apresentou um *explain* que foi valorado como equivalente ao acolhimento, assim conduzindo a um acolhimento global de 35%.

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 financeiras¹⁸ 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, como expressamente indicado no ponto 11 da

¹⁷ Este mesmo resultado, de não aplicabilidade, foi introduzido no caso da adoção do modelo germânico.

¹⁸ Respetivamente, recomendações III.2.(1), III.2.(2) e III.2.(3).

Nota Interpretativa n.º 2, e nos termos igualmente já aludidos no RAM relativo a 2018¹⁹.

Foi possível considerar as fundamentações apresentadas em todas as três subrecomendações, com níveis de acolhimento de 63%, 55% e 100%, respetivamente. Nas empresas do PSI 20, as duas primeiras cifras ascendem a 82% e 67%.

Neste contexto, a diminuição percentual perante o exercício anterior, sendo nominalmente elevada, deve ser contextualizada com a indicação de que a monitorização anterior, atendendo ao conjunto das circunstâncias concomitantes da entrada em vigor do Código, aceitou como acolhimento certos casos em que nem sempre foi cabalmente explicitado, nos relatórios, o juízo em causa²⁰. Pode afirmar-se, por conseguinte, que, em termos qualitativos, se assistiu a um progresso efetivo da informação prestada, em linha com as indicações fornecidas pela monitorização no exercício anterior.

Nos casos em que o órgão de administração da 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 66% dos casos.

¹⁹ “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).

²⁰ Dando conta dessa orientação, veja-se o RAM relativo a 2018, pág. 36.

III.4. e III.5.

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

A inclusão no órgão de administração de, pelo menos, um terço de administradores independentes verifica-se em 56% das empresas emitentes, um aumento face aos resultados de há um ano.

Atendendo ao teor do ponto 3, alínea a), da Nota Interpretativa n.º 1²¹, esta proporção foi computada 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, à semelhança do exercício anterior, nem todas as empresas emitentes indicaram, explicitamente, se os critérios a que recorreram respeitam o previsto nas diversas alíneas da recomendação III.4.

A este propósito, recordamos que, atendendo à 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”*²².

²¹ “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.”

²² Circular da CMVM, “A supervisão do regime recomendatório do Governo Societário — novas regras e procedimentos para 2019”, de 11/01/2019:

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., de novo, não teve aplicabilidade.

III.6. e III.7.

Em III.6.(1), recomenda o Código que os administradores não executivos participem na definição, pelo órgão de administração, da estratégia, principais políticas, estrutura empresarial e decisões que devam considerar-se estratégicas para a sociedade, em virtude do seu montante ou risco; a recomendação III.6.(2), por sua vez, reporta-se à participação dos não executivos na avaliação do respetivo cumprimento.

Em 9% dos casos, correspondentes a três sociedades emitentes, ambas as subrecomendações foram tidas como não aplicáveis por inexistência de administradores não executivos.

Atendendo à escassa informação pública da qual se pudesse concluir, com segurança, a concreta participação dos administradores não executivos nestas matérias, a monitorização da recomendação III.6.(1) foi realizada em conjugação com a recomendação IV.2., relativa à delegação de poderes, no sentido de que, verificado o acolhimento desta última, estamos perante casos em que as matérias elencadas pelo CGS 2018 não foram alvo de delegação a uma comissão executiva ou a administradores delegados, mantendo-se na esfera de competência do órgão de administração. Nestes termos, as deliberações sobre estas matérias terão de ser tomadas colegialmente pelo órgão em que têm assento os administradores não executivos, que por esta via participam nos assuntos em causa.

A recomendação III.6.(2) refere-se, especificamente, à avaliação do cumprimento das matérias elencadas por parte dos administradores não executivos. Ora, fruto da desmultiplicação de que a re-

v. <https://cam.cgov.pt/pt/noticia/1339-notificacao-da-cmvm-sobre-novas-regras-e-procedimentos-para-2019-em-materia-corporate-governance>.

comendação foi alvo, várias empresas emitentes poderão não se ter apercebido, oportunamente, da dupla dimensão que aqui está em causa, por conseguinte não se pronunciando, a maioria das vezes, sobre a segunda parte da recomendação III.6.

Por esta razão, foi também em tais casos assumido o acolhimento sempre que fosse igualmente esse o resultado da subrecomendação anterior²³.

Nestes termos, ascendeu-se neste exercício a um nível de acolhimento de 87% em ambas as subrecomendações, registando-se somente quatro casos de não acolhimento.

As recomendações III.7.(1) e III.7.(2) apresentam conteúdo material semelhante ao que acabamos de descrever, todavia adaptado ao modelo de governo germânico, sendo que em ambas se obteve um integral acolhimento.

III.8.

A recomendação III.8. fixa que o órgão de fiscalização, com respeito pelas competências que lhe são conferidas por lei, deve, em especial, acompanhar, avaliar e pronunciar-se sobre as linhas estratégicas e a política de risco definidas pelo órgão de administração²⁴. O Código trata igualmente a aprovação do plano estratégico e da política de risco, pelo órgão de administração, na recomendação VI.1., no contexto do capítulo referente à gestão de risco, para onde também se remete.

²³ É a interligação assim estabelecida entre estas duas subrecomendações que integralmente explica a diminuição percentual no acolhimento de III.6.(2).

²⁴ Esta recomendação é objeto do ponto 12 da Nota Interpretativa n.º 2: “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.”

A desmultiplicação autonomizou a referência às linhas estratégicas, por um lado, e à política de risco, por outro, com acolhimento em 19 (58%) e 16 (48%) emitentes, respectivamente.

Estes valores representam um muito significativo aumento percentual face ao exercício de 2018, na ordem dos 41% e 71%.

III.9.

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.

Esta definição exclui, expressamente, a “comissão de remunerações nomeada pela Assembleia Geral, ao abrigo do disposto no art. 399.º do Código das Sociedades Comerciais”. Por conseguinte, a designação de uma comissão de vencimentos pela assembleia geral não conduz, necessariamente, ao acolhimento da recomendação em apreço. De todo o modo, e à semelhança do exercício de monitorização anterior, atendendo a que a larga maioria das empresas emitentes designou uma tal comissão, nos termos do artigo 399.º do CSC, invocando-a para efeitos de acolhimento da recomendação III.9.(2), ainda que nem sempre com uma explicação nesse sentido, considerou-se, nestes casos, o *explain* como materialmente equivalente ao acolhimento²⁵.

Este mesmo resultado foi aplicado no âmbito da recomendação III.9.(3), quando a esta mesma comissão designada pela assembleia geral foram atribuídas competências em matéria de nomeações.

Assim, a percentagem de acolhimento, seja direto, seja por via de *explain*, presente em todas as subrecomendações, é a seguinte: 52% no que respeita à comissão de governo societário; 97% no que concerne à comissão de remunerações e avaliação de desempenho; 48% relativamente à comissão de nomeações.

²⁵ Cfr. ponto 13 da Nota Interpretativa n.º 2.

Regista-se um total de dezassete emitentes que constituíram uma ou mais comissões internas especializadas.

Apenas em 3%, que correspondem a uma só emitente, não existe comissão interna ou comissão designada pela assembleia geral para matérias de remunerações.

De entre as treze emitentes que estão dotadas de uma comissão de nomeações — número que representa um aumento em 2019 —, seis (46%) atribuíram-lhe competências exclusivamente em relação a membros de órgãos sociais, ao passo que sete (54%) atribuíram, cumulativamente, competências em relação a quadros dirigentes, conforme *infra* explicitado a propósito da recomendação V.4.2., para a qual também se remete.

No que toca a comissões conjuntas, seis das dezassete (35%) constituíram uma comissão de nomeações e remunerações e dois (12%) atribuíram três competências a uma mesma comissão, incluindo em matéria de governo societário. A este propósito, cumpre recordar que a recomendação admite, expressamente, que as comissões constituídas abrangam “separada ou cumulativamente” as matérias de governo societário, remunerações e avaliação do desempenho e nomeações²⁶.

III.10, III.11 e III.12

Todas as empresas emitentes estabelecem sistemas de gestão de risco e de controlo interno²⁷, sendo que 70% das mesmas possuem ainda um sistema de auditoria interna.

Para a não autonomização deste sistema de auditoria interna, foi apresentada uma explicação valorada em termos de equivalência ao acolhimento numa emitente (3%), assim conduzindo a um acolhimento global da recomendação III.10.(3) de 73%.

²⁶ Entendimento reiterado no ponto 4 da Nota Interpretativa n.º 1.

²⁷ Recomendações III.10.(1) e III.10.(2).

Quanto à competência do órgão de fiscalização para fiscalizar a eficácia destes sistemas, quando existentes, e, bem assim, para propor os ajustamentos que se mostrem necessários, o acolhimento manteve-se nos 97%.

Atendendo a que esta competência resulta do artigo 420.º, n.º 1, al. i), do CSC, sendo passível de inclusão nessas tarefas legais de fiscalização a competência de “propor os ajustamentos necessários”, a demonstração do cumprimento da lei foi considerada bastante para efeitos de acolhimento, nos termos previstos no ponto 14 da Nota Interpretativa n.º 2.

Este mesmo órgão de fiscalização pronuncia-se sobre os planos de trabalho e os recursos afetos aos serviços de controlo interno, incluindo *compliance* e auditoria interna — se existentes — e é destinatário dos relatórios realizados por estes serviços em 64% das emitentes (III.12.).

O sistema de gestão de risco, por seu turno, é tratado de modo particular no Capítulo VI, para o qual também se remete.

Capítulo IV · *Administração Executiva*

Avaliação global do capítulo

Este capítulo contém oito recomendações relacionadas com a administração executiva, em relação a nenhuma das quais foi considerada a existência de *explain* equivalente a acolhimento.

A média de acolhimento, à semelhança do ano de 2018, foi de 79%, variando entre os 100% e os 67%.

Recomendações

IV.1

A aprovação, através de regulamento interno ou mediante via equivalente, de um regime de atuação dos administradores executivos (IV.1.(1)) verifica-se em 70% das emitentes avaliadas. Igual

valor foi apurado em relação à aprovação de um regime do exercício por estes administradores executivos de funções executivas em entidades fora do grupo (IV.1.(2)).

Esclarece-se, quanto a IV.1.(2), que foi considerado o resultado de acolhimento nos casos em que a sociedade tenha estabelecido uma proibição de exercício de funções executivas fora do grupo.

Ademais, e à semelhança da primeira monitorização, foi considerado suficiente, para efeitos de acolhimento, a mera indicação de que nenhum dos administradores executivos da sociedade está, presentemente, a exercer funções em entidades fora do grupo. Sem prejuízo, não deixou de se registar, uma vez mais, junto das empresas emitentes, que o pleno acolhimento do recomendado seria favorecido pela adoção, pela sociedade, de um regime pensado para o caso de tal situação vir a verificar-se.

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 87% 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 80% das emitentes relativamente à organização e coordenação da estrutura empresarial; e em 87% quanto a matérias que devam ser consideradas estratégicas em virtude do respetivo montante, risco ou características especiais.

Apesar da ligeira diferença percentual em relação ao ano anterior, os números absolutos mantiveram-se praticamente inalterados, situando-se entre as 26 e as 24 empresas emitentes. A maioria dos casos de não conformidade resulta mais de uma ausência de informação da qual se tenha podido concluir, com segurança, que não houve delegação das matérias em causa, do que de uma indicação afirmativa dessa delegação.

Além disso, a recomendação foi tida como não aplicável no modelo germânico, bem como nos casos em que o órgão de admi-

nistração não dispunha de nenhum administrador não executivo, circunstâncias em que não existe delegação de poderes.

IV.3.(1), IV.3.(2). e IV.4.

As recomendações IV.3.(1), IV.3.(2) e IV.4. estão interligadas em torno da fixação, por parte do órgão de administração, de objetivos em matéria de assunção de riscos, o que ocorre em 67% dos casos.

Quando não houve indicação acerca da fixação destes objetivos, as recomendações IV.3.(2) e IV.4 foram tidas como não aplicáveis.

Nos casos de acolhimento da recomendação IV.3.(1), 100% das empresas emitentes determina que o órgão de administração deve zelar pela prossecução dos objetivos fixados; e em 77% o órgão de fiscalização tem competência para garantir que os riscos efetivamente incorridos são consistentes com esses objetivos.

Observe-se, ainda assim, que, dentro dos casos de acolhimento de IV.4., nem sempre resultou 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 recomendado pelo Código.

Capítulo V · *Avaliação de Desempenho, Remunerações e Nomeações*

Avaliação global do capítulo

O capítulo V, com vinte e nove subrecomendações, encontra-se subdividido em quatro subcapítulos: avaliação anual de desempenho; remunerações; remuneração dos administradores; e nomeações.

A média de acolhimento deste capítulo foi de 84%, com um crescimento de 6 pontos percentuais, face ao acolhimento global de 78% apurado na monitorização anterior.

A percentagem de acolhimento variou entre os 100% e os 36%.

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))²⁸, 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 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 45% e 9%.

Da análise levada a cabo, apurou-se em V.1.1.(1) uma taxa de acolhimento global de 73%, em V.1.1.(2) de 83% e em V.1.1.(3) de 77%.

Regista-se, assim, um muito significativo aumento face às percentagens do ano passado, fruto de um mais elevado acolhimento direto (que corresponde a 58%, 61% e 57%, respetivamente), bem como da apresentação de explicações quanto ao sistema de avaliação em vigor nalgumas empresas emittentes, em termos que permitiram a valoração de equivalência ao acolhimento.

²⁸ 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.

V.1.2.

Segundo a recomendação V.1.2., o órgão de fiscalização deve fiscalizar a administração da sociedade e, em particular, avaliar anualmente o cumprimento do plano estratégico da sociedade e do orçamento, a gestão de riscos, o funcionamento interno do órgão de administração e das suas comissões, bem como o relacionamento entre órgãos e comissões da sociedade.

Assim, dentro da competência genérica de fiscalização da administração da sociedade, que de resto encontra respaldo nos artigos 420.º, n.º 1, al. a), e 423.º-F, n.º 1, al. a), do CSC, surgem vários subtópicos que foram tidos em conta na monitorização.

A presente recomendação, sendo aplicável a todas as sociedades emitentes, teve uma taxa de acolhimento de 55%, resultado que, sendo embora superior ao obtido no ano anterior, reflete ainda, designadamente, o facto de algumas sociedades fazerem remissões genéricas para o relatório de governo ou regulamento interno do órgão de fiscalização onde se referia apenas a competência genérica de “fiscalizar a administração da sociedade” ou, para além disso, destacarem apenas a competência daquele órgão para avaliar a eficácia do sistema de gestão de risco, matéria objeto de avaliação em outra recomendação (III.11).

Ainda assim, por não se ignorar a circunstância de se tratar de uma fase de transição no que concerne à vigência do Código, vários foram os casos em que se considerou como acolhida a recomendação, no presente exercício, mesmo não sendo focadas todas as competências evidenciadas na recomendação.

V.2.1.

A recomendação V.2.1. insere-se no subcapítulo atinente à remuneração e consagra uma dupla exigência que presidiu à desmultiplicação operada: (1) a fixação de remunerações deve competir a uma comissão, e (2) a composição dessa comissão deve assegurar a sua independência em face da administração.

De acordo com o ponto 5, alínea a), da Nota Interpretativa n.º 1, e contrariamente ao que sucede com a *comissão interna* com competência em matéria remuneratória prevista na recomendação III.9.(2), a comissão ora em causa pode ser a comissão prevista no artigo 399.º, n.º 1, do CSC, ou seja, uma comissão de remunerações designada pela assembleia geral.

Assim, nos casos em que a sociedade emitente haja constituído apenas a comissão de remunerações do artigo 399.º do CSC — situação, aliás, bastante comum —, foi a presente recomendação tida como acolhida, ainda que a recomendação III.9.(2) não o tenha sido diretamente²⁹.

Relativamente à subrecomendação V.2.1.(1), deve destacar-se o elevado grau de acolhimento da mesma, que ascende a 94%, o que significa que apenas duas sociedades não a acolheram: tal deveu-se, em termos equivalentes aos da primeira monitorização efetuada, à efetiva inexistência de uma comissão à qual competisse a fixação de remunerações, num caso, e, no outro, ao facto de a comissão existente apenas fixar as remunerações dos membros do órgão de fiscalização e da Mesa da Assembleia Geral, não fixando as remunerações do órgão de administração.

A subrecomendação V.2.1.(2) indica que os membros da comissão devem ser independentes em relação à administração.

Nos termos do ponto 5, alínea b), da Nota Interpretativa n.º 1, 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 que o critério da independência poderá ser aferido em face da administração executiva.

Esta subrecomendação obteve um nível de acolhimento de 87%, com 6% de não aplicabilidade resultante dos casos em que a subrecomendação V.2.1.(1) foi considerada não acolhida.

²⁹ Cfr., *supra*, o que se escreveu com respeito a III.9.(2).

V.2.2.

A recomendação em causa prevê a necessidade de a comissão de remunerações aprovar, no início de cada mandato, fazer executar e confirmar, anualmente, a política de remuneração dos membros dos órgãos e comissões da sociedade, no âmbito da qual sejam fixadas as respetivas componentes fixas (V.2.2.(1)), e, quanto aos administradores executivos ou administradores pontualmente investidos de tarefas executivas, caso exista componente variável da remuneração, os respetivos critérios de atribuição e de mensuração, os mecanismos de limitação, os mecanismos de diferimento do pagamento da remuneração e os mecanismos de remuneração baseados em opções ou ações da própria sociedade (V.2.2.(2)).

Quanto a V.2.2.(1), atendendo a que esta é a única recomendação de onde resulta a exigência de aprovar/propor uma política de remunerações, este foi o cerne da recomendação para efeitos de monitorização, ainda que pudesse não constar dessa política a concreta determinação das respetivas componentes fixas.

Obteve-se, nesse quadro, um acolhimento de 91%; apenas uma sociedade emitente tem esta recomendação como não aplicável (3%), em coerência com a impossibilidade de analisar a recomendação sempre que a sociedade não tenha instituído uma comissão de remunerações.

A recomendação V.2.2.(2) não é aplicável sempre que na sociedade não exista remuneração variável, pois tal inviabilizaria a análise dos (a) critérios de atribuição e de mensuração, (b) os mecanismos de limitação e de (c) diferimento do pagamento da remuneração e (d) os mecanismos de remuneração baseados em opções ou ações; todos estes aspetos foram considerados com vista à análise do grau de acolhimento da recomendação.

A recomendação foi acolhida em 97%, sendo não aplicável a duas sociedades — uma por não ter comissão de remunerações, outra por não existir componente variável da remuneração dos administradores executivos.

V.2.3.

A presente recomendação encontra-se subdividida em seis sub-recomendações, de acordo com cada uma das alíneas i) a vi).

Relevou-se, também neste exercício de monitorização, o facto de a informação exigida naquelas alíneas da recomendação constar, efetivamente, do relatório de governo, embora não da declaração sobre a política de remunerações, conforme recomendado.

Sendo uma subrecomendação aplicável a todas as sociedades, a taxa de acolhimento de V.2.3.(1) — no sentido de a declaração sobre a política de remuneração incluir a remuneração total discriminada pelos diferentes componentes, a proporção relativa da remuneração fixa e da remuneração variável, uma explicação do modo como a remuneração total cumpria a política de remuneração adotada, incluindo a forma como contribuiu para o desempenho da sociedade a longo prazo, e informações sobre a forma como os critérios de desempenho foram aplicados — continuou a ser de 94%.

Note-se, contudo, que uma parte significativa das sociedades não avançou no relatório ou na declaração sobre política de remunerações esta explicação sobre o modo como a remuneração total cumpre a política de remuneração adotada. Se, no exercício anterior, se fez notar junto das empresas emitentes essa ausência, procurando contribuir para que, em exercícios futuros, esta informação fosse incluída na declaração sobre a política de remunerações, hoje, a obrigação de a fornecer decorrerá do Código dos Valores Mobiliários, após a transposição da Diretiva dos Direitos dos Acionistas II por meio da Lei n.º 50/2020, uma vez que o novo artigo 245.º-C, n.º 2, al. b), do CVM exige agora, sob a forma de lei, o que o CGS IPCG 2018 já recomendava.

A subrecomendação V.2.3.(2), determinando que as remunerações provenientes de sociedades pertencentes ao mesmo grupo devem constar na declaração sobre a política de remunerações, não é aplicável a grande parte das empresas emitentes (48%), uma vez que se assumiu a não aplicabilidade a sociedades que declarem não haver remunerações provenientes de sociedades pertencentes ao mesmo grupo.

Das sociedades às quais se aplicou, foi a subrecomendação acolhida em 94%, com apenas um caso de não acolhimento, à semelhança do ano anterior.

Relativamente a V.2.3.(3), exigindo que o número de ações e de opções sobre ações concedidas ou oferecidas e, bem assim, as principais condições para o exercício dos direitos, incluindo o preço e a data desse exercício e qualquer alteração dessas condições, conste da declaração sobre a política de remunerações, a subrecomendação não se aplica a uma percentagem ainda expressiva de sociedades (76%), o que se deve ao facto de a grande maioria das sociedades não ter adotado planos de atribuição de ações ou opções, ou ainda, marginalmente, ao facto de não existir componente variável da remuneração dos administradores executivos.

As oito sociedades que possuem ou que preveem a existência de plano de atribuição de ações ou opções acolhem a 100% a referida subrecomendação.

Resultou da análise levada a cabo da subrecomendação V.2.3.(4), relativa à possibilidade de solicitar a restituição de uma remuneração variável, o seu acolhimento integral.

Se, em alguns casos, as sociedades se referem de modo expreso a tal (im)possibilidade, noutros, em conformidade com o entendimento partilhado por várias empresas emitentes, foi valorada a ausência de uma expressa possibilidade de solicitar a restituição de remuneração variável como forma de acolhimento.

No que toca à subrecomendação V.2.3.(5), de acordo com a qual a declaração sobre a política de remuneração deve conter informações sobre qualquer afastamento do procedimento de aplicação da política de remuneração aprovada, houve um acolhimento de 100%: se algumas sociedades acolheram a recomendação por via da afirmação expressa de que durante o exercício de 2018 não se verificou qualquer afastamento, noutras empresas resultou essa aferição da ausência de reporte de um tal afastamento.

Por fim, a subrecomendação V.2.3.(6), sobre a prestação de informações quanto à exigibilidade ou inexigibilidade de pagamentos relativos à cessação de funções de administradores, foi também integralmente acolhida.

V.2.4.

A presente recomendação encontra-se desmultiplicada em duas partes: a comissão de remunerações deve (1) aprovar o regime de pensões dos administradores, se os estatutos as admitirem, e (2) o montante máximo de todas as compensações a pagar ao membro de qualquer órgão ou comissão da sociedade em virtude da respetiva cessação de funções.

Na primeira subrecomendação, verificou-se a sua não aplicabilidade a 76% das sociedades, mormente pelo facto de os estatutos não admitirem regime de pensões ou, admitindo-o, este não ter sido efetivamente adotado; e ainda pela circunstância de, em algumas sociedades, haver o pagamento de pensões ao abrigo de um regime anterior, atualmente inexistente.

Em relação às oito sociedades em que, no ano sob observação, se aplicou, a subrecomendação só tem um caso de não acolhimento, que se deve à não indicação de qualquer competência da comissão de remunerações em matéria de pensões.

No que respeita a V.2.4.(2), a monitorização do acolhimento seguiu, no atual exercício, parâmetro idêntico ao do exercício anterior, isto é, bastando-se com 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”³⁰. Ultrapassada uma fase de transição, passará a adotar-se parâmetro mais consentâneo com o teor da recomendação, que não se basta 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.

³⁰ Cfr. pág. 48 do RAM relativo a 2018.

V.2.5.

97% 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, num aumento de 27 para 31 emitentes.

O único caso de não acolhimento resulta da inexistência de indicação pública relativa à presença de qualquer membro da comissão de remunerações naquelas assembleias.

Apenas em um outro caso a presente recomendação não é aplicável (3%), dado inexistir na estrutura da sociedade uma comissão de remunerações.

V.2.6.

Verifica-se que 94% das emitentes acolhem a subrecomendação V.2.6.(1), no sentido de que, dentro das limitações orçamentais da sociedade, a comissão de remunerações deve poder decidir livremente a contratação, pela sociedade, de serviços de consultadoria.

Por sua vez, 69% das sociedades atestam que a sua comissão de remunerações assegura que os serviços 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, conforme V.2.6.(2).

Verificou-se, nestes termos, um forte aumento percentual face ao valor de 39% apurado na monitorização do exercício de 2018.

Sublinhe-se ainda que não existe uma dependência entre as subrecomendações V.2.6.(1) e V.2.6.(2): na verdade, o não acolhimento da re-

comendação V.2.6.(1) não determina a não aplicabilidade de V.2.6.(2)³¹. uma vez que, ainda que não caiba à comissão de remunerações a decisão sobre a contratação de serviços de consultoria, pode, ainda assim, ser colocada a questão do acolhimento da subrecomendação (2).

V.3.1.

O subcapítulo V.3. refere-se à matéria da remuneração dos administradores, sendo *ratio* da recomendação 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 foi avaliada com base no cômputo global da informação que as empresas emitentes forneceram sobre a remuneração variável.

Perante essa avaliação, o nível de acolhimento manteve-se a 94%, reflexo da determinação e explicitação, por quase todas as empresas emitentes, dos critérios de determinação da componente variável da remuneração, existindo dois casos de não acolhimento por falta de elementos disponíveis a partir dos quais se pudesse extrair o alinhamento de interesses entre a sociedade e os administradores executivos através da remuneração variável.

V.3.2.

59% das sociedades têm uma parte significativa da componente variável parcialmente diferida no tempo, por um período não inferior a três anos.

Esta subrecomendação só não é aplicável a uma sociedade que não atribuiu componente variável aos administradores executivos.

³¹ V. ponto 15 da Nota Interpretativa n.º 2.

Dada a relação de dependência existente entre a subrecomendação descrita e V.3.2.(2) — “associando-a à confirmação da sustentabilidade do desempenho, nos termos definidos em regulamento interno da sociedade” —, o não acolhimento da primeira conduz à não aplicabilidade da segunda, o que sucede em 42% dos casos.

No universo daquelas a que foi aplicável, a subrecomendação V.3.2.(2) registou um grau de acolhimento de 84%.

Observa-se, deste modo, um aumento do acolhimento em ambas as subrecomendações.

Neste exercício de monitorização, 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.3.4.

Na presente monitorização, a recomendação foi aplicável a duas empresas emitentes, uma das quais não logrou o seu acolhimento, sendo que a outra apresentou uma explicação aceite como materialmente equivalente ao acolhimento.

Os casos em que a remuneração variável compreende ações não são computados para efeitos da presente recomendação, mas sim em V.2.2.(2) e V.2.3.(3), para onde também se remete.

V.3.5.

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 9% dos casos.

De resto, em 87% 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 13% 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, registando-se um caso adicional de não acolhimento, em 2019, por comparação com o exercício de 2018.

V.3.6.

Os resultados do acolhimento da recomendação V.3.6., que ascendem a 94%, são fruto da informação, prestada pelas empresas emitentes, acerca da inexistência de acordos ou limitações contratuais quanto à compensação a pagar a administradores na hipótese de cessação de funções antes do termo do mandato, para além das compensações que resultam da comum aplicabilidade do regime previsto na lei.

Em face da avaliação efetuada em 2018, os casos de não acolhimento passaram de um para dois.

V.4.1.

No subcapítulo V.4., relativo a nomeações, a aplicabilidade da recomendação V.4.1. foi considerada, na presente avaliação, a partir do primeiro ano em que exista assembleia geral eletiva de novos membros de órgãos sociais³², o que conduziu a uma não aplicabilidade de apenas 18%.

O nível de acolhimento passou para quase o dobro dos 29% da primeira monitorização, situando-se agora nos 56%. Os casos de não acolhimento ficaram a dever-se, em particular, ao facto de algumas empresas emitentes se terem bastado, insuficientemente, com a

³² Tal como expressamente indicado na pág. 52 do RAM relativo a 2018 e no ponto 16, alínea a), da Nota Interpretativa n.º 2.

mera remissão para os *curricula vitae* e o cumprimento das exigências do artigo 289.º, n.º 1, al. d), do CSC.

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 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 candidato³³.

V.4.2.

Nos termos do Glossário do Código, consideram-se *quadros dirigentes* “as pessoas que integrem a alta direção, mas não pertençam aos órgãos da sociedade”.

Atendendo a que várias empresas emitentes fazem referência a “quadros dirigentes” nos termos resultantes da legislação europeia, a par da inexistência de uma definição alternativa consensualizada, o Glossário do Código foi lido em consonância com a noção legal de dirigentes para efeitos do artigo 248.º-B do CVM e do Regulamento (UE) n.º 596/2014 relativo ao abuso de mercado³⁴.

Não obstante este entendimento, 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 respetivas nomeações, considerou-se estarmos

³³ V. ponto 16 da Nota Interpretativa n.º 2, igualmente em linha com o disposto na pág. 52 do RAM relativo a 2018.

³⁴ Ponto 17 da Nota Interpretativa n.º 2.

perante uma prática alinhada com a *ratio* da recomendação, correspondente a um acolhimento.

Por outro lado, da análise efetuada, em cinco casos (15%) 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.

A presente recomendação não deve confundir-se com a atrás referida recomendação III.9.(3), acerca da constituição de comissão interna especializada em matéria de nomeação dos membros dos órgãos sociais, sem prejuízo de à mesma comissão serem atribuídas competências para a nomeação de membros dos órgãos sociais e dos quadros dirigentes.

Com efeito, no universo das empresas emitentes analisadas, treze possuem uma comissão de nomeações, seis delas apenas lhe conferem competência para a nomeação dos membros dos órgãos sociais (46%) e as sete restantes têm uma única comissão dotada de competências tanto para nomeação dos membros dos órgãos sociais, como também dos quadros dirigentes (54%).

Dentro do universo de sociedades a que se aplica a recomendação, 25% 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 6 da Nota Interpretativa n.º 1, 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 invocação da dimensão da sociedade não determinou a não aplicabilidade da recomendação (não obstante entendimento diverso que levou várias sociedades a considerarem a recomendação como não aplicável), podendo, contudo, ser invocada em sede de *explain*, conforme sugerido pela Nota Interpretativa, em termos que se revelem substanciados, sob a invocação de caracterís-

ticas particulares da sociedade e a identificação da opção equivalente que a sociedade adota.

Nestes termos, 14% das sociedades apresentaram um *explain* que, em conformidade, foi valorado como materialmente equivalente ao acolhimento da recomendação V.4.2.

V.4.3. e V.4.4.

As recomendações V.4.3 e V.4.4 pressupõem a existência de uma comissão de nomeações, independentemente de, na leitura que vem sendo feita, se tratar da comissão prevista em III.9.(3) ou V.4.2. Em conformidade, no caso de as últimas não serem acolhidas ou aplicáveis, as recomendações V.4.3. e V.4.4. tornam-se não aplicáveis. Adicionalmente, em V.4.3., há inaplicabilidade da recomendação ao modelo germânico.

Em consequência, a recomendação V.4.3. não se aplicou a 58% das emitentes, e a recomendação V.4.4. a 55%.

Dentro do universo de sociedades que têm comissões de nomeações, a recomendação V.4.3. foi acolhida por 57%, e a recomendação V.4.4. por 73%.

Sendo evidente o progresso no nível de acolhimento da última destas recomendações, que em números absolutos aumentou de seis para onze emitentes, também na recomendação V.4.3. o acolhimento cresceu de seis para oito. A diminuta variação percentual negativa funda-se, por um lado, num maior campo de aplicabilidade da recomendação neste último exercício e, por outro lado, no aumento do número de não acolhimentos de quatro para seis.

Capítulo VI · *Gestão de Risco*

Avaliação global do capítulo

O capítulo VI, dedicado à gestão de risco, contém nove recomendações, todas elas aplicáveis à totalidade do universo de empresas emitentes incluídas na monitorização.

Em nenhuma recomendação foi considerado *explain* equivalente a acolhimento.

A média de acolhimento cresceu de 84% para 87%, variando agora entre os 100% e os 73%.

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 definição de níveis de risco considerados aceitáveis.

Neste contexto, 88% das empresas emitentes declara que o seu órgão de administração debate e aprova o plano estratégico e 73% declara aprovar uma política de risco, uma melhoria face aos valores de 84% e 66% apurados em relação a 2018.

No que toca à política de risco, muito embora não haja, em todos os casos de acolhimento, uma expressa declaração acerca dos níveis de risco considerados aceitáveis, atendendo à ligação, neste ponto, com a recomendação IV.3.(1) — que prevê a fixação, pelo órgão de administração, de objetivos em matéria de assunção de riscos —, a monitorização de VI.1.(2) tomou apenas em consideração as referências à existência de uma política de risco.

Já o papel do órgão de fiscalização no acompanhamento, avaliação e pronúncia sobre as linhas estratégicas e sobre a política de risco definidas pelo órgão de administração, nos termos do *supra* apreciado a propósito da recomendação III.8., é de 58% e 48%, respetivamente, igualmente com registo de um progresso por referência a 2018.

VI.2. e VI.3.

Com respeito às subrecomendações VI.2.(1) a (5), todas as sociedades estabelecem mecanismos com vista à identificação dos principais riscos a que se encontram sujeitas no desenvolvimento das suas respetivas atividades, sendo que 85% indicam expressamente que procedem à identificação da probabilidade de ocorrência destes riscos e ao respetivo impacto.

91% estabelece instrumentos e medidas de mitigação, enquanto 97% define procedimentos de monitorização dos seus riscos.

Quanto à avaliação do sistema de gestão de risco em si, 91% estabelece procedimentos de fiscalização, avaliação periódica e de ajustamento deste sistema.

A concreta avaliação anual do grau de cumprimento interno e de desempenho do sistema de gestão de risco, bem como da perspectiva de alteração do quadro de risco anteriormente definido, conforme recomendado em VI.3., é realizada, respetivamente, por 76% e 79% das sociedades monitorizadas.

Verifica-se, deste modo, um aumento generalizado do acolhimento dos vários pontos das recomendações VI.2. e VI.3.

Capítulo VII · *Informação Financeira*

Avaliação global do capítulo

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

As quatro últimas, correspondentes a VII.2.4 e VII.2.5, foram globalmente tidas como não aplicáveis, atendendo ao teor do ponto 8 da Nota Interpretativa n.º 1, conjugado com a verificação, no exercício das tarefas de monitorização, da inviabilidade de se monitorizarem os deveres aí plasmados, que impendem sobre o revisor oficial de contas.

A média de acolhimento ascendeu a 69% e todas as recomendações, exceto a última, registaram melhoria. Trata-se do maior incremento dentro de um capítulo, com um aumento de 21% face ao ano anterior.

A percentagem de acolhimento dentro do capítulo varia entre os 97% e os 39%, não existindo situações de *explain* considerado equivalente ao acolhimento, e sendo as demais recomendações — VII.1.1., VII.2.1., VII.2.2. e VII.2.3. — aplicáveis a todas as sociedades.

Recomendações

VII.1.1.

Prevedo-se que o regulamento do órgão de fiscalização deve contemplar um conjunto de competências aí elencadas, verifica-se um nível de acolhimento de 97%, ainda que, no presente exercício de 2019, hajam sido computadas também as situações em que, não resultando embora a explicitação de tais competências a partir do regulamento interno do órgão de fiscalização, existe a informação correspondente no texto do relatório de governo da sociedade.

VII.2.1.

Tendo a recomendação sido desmultiplicada nas suas quatro alíneas, foi cada uma delas, em conformidade, avaliada individualmente.

À semelhança do sucedido na recomendação anterior, admitiu-se a consideração da informação constante não apenas do regulamento interno do órgão de fiscalização, conforme recomendado, mas também do próprio relatório de governo da sociedade.

Em conformidade com a leitura adotada desde a primeira monitorização³⁵, e tal como espelhada no ponto 18 da Nota Interpretativa n.º 2, está em causa, não apenas a fixação genérica da competência do órgão de fiscalização para essa definição, mas sim a definição, *ex ante* e em abstrato, dos vários elementos aí elencados.

Conforme disposto em VII.2.1.(1), os órgãos de fiscalização de 45% das empresas emitentes definiram os critérios e o processo de seleção do revisor oficial de contas, sendo o acolhimento de 48% no que respeita à definição da metodologia de comunicação da sociedade com o revisor oficial de contas (VII.2.1(2)).

A definição dos procedimentos de fiscalização destinados a assegurar a independência do revisor oficial de contas (VII.2.1(3)) e a definição dos serviços distintos de auditoria que não podem ser

³⁵ V. pág. 56 do RAM relativo a 2018,

prestados pelo revisor oficial de contas (VII.2.1(4)) são acolhidas em 39% e 45% dos casos, respetivamente.

VII.2.2.

No que toca a VII.2.2.(1), em 94% 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, podendo não ser o interlocutor exclusivo, conforme resulta do ponto 7, alínea a), da Nota Interpretativa n.º 1, deve ser, ainda que não o único, o primeiro destinatário dos respetivos relatórios³⁶.

Observou-se ainda, agora com respeito a VII.2.2.(2), que em 88% das empresas emitentes é ao órgão de fiscalização que compete propor a remuneração do revisor oficial de contas.

Em face do desdobramento operado, a recomendação no sentido de que o órgão de fiscalização zele para que sejam asseguradas, dentro da empresa, as condições adequadas à prestação de serviços do revisor oficial de contas foi tida como uma linha de conduta, não sujeita a monitorização autónoma.

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 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.

³⁶ Cfr. ponto 7, alínea b), da Nota Interpretativa n.º 1.

VI. CONCLUSÕES

Podemos, assim, concluir o seguinte:

- **Na monitorização relativa a 2019**, o grau médio de acolhimento das 60 recomendações do CGS IPCG 2018 — desdobradas em 117 subrecomendações — ascende a 80%.
- Esse grau médio de acolhimento sobe para 86% no universo das empresas emitentes que integram o PSI 20.
- Entre as *recomendações mais acolhidas*, merecem destaque as que dizem respeito a: estabelecimento de mecanismos apropriados a uma adequada relação da sociedade com investidores; divulgação de informação da sociedade; adoção de política de comunicação de irregularidades; procedimentos que visam evitar conflitos de interesses; divulgação de informação na declaração sobre política de remunerações; adequação dos sistemas de gestão de risco e de controlo interno.
- Entre as *menos acolhidas*, encontram-se as recomendações atinentes a: designação de um coordenador dos administradores independentes; criação de comissões de nomeação dos membros dos órgãos sociais e dos quadros dirigentes; dupla intervenção de órgãos sociais nos negócios com partes relacionadas; competências conferidas ao órgão de fiscalização relativas à política de risco; definição de certos elementos concretos no regulamento interno do órgão de fiscalização.
- Não obstante, em todas estas recomendações menos acolhidas verificou-se um *aumento do acolhimento*, por vezes bastante significativo.
- **Na comparação entre as monitorizações relativas a 2018 e a 2019**, pode verificar-se uma subida de dois pontos percentuais, por comparação com o ano anterior, tanto no universo de todas as empresas emitentes monitorizadas (de 78% para 80%), como no das empresas integradas no PSI 20 (de 84% para 86%).

- Além do aumento quantitativo do acolhimento, observámos um progresso qualitativo a dois importantes níveis: por um lado, na qualidade da informação prestada nos relatórios de governo; por outro, na implementação de medidas de bom governo durante o ano de 2019, em consonância com os comandos recomendatórios do Código.
- **Quanto ao futuro:** confirma-se que a expectativa de que o grau de acolhimento iria aumentar, de 2018 para 2019, expressada no Relatório anterior, teve correspondência com a realidade. Essa expectativa é agora renovada, com base na experiência de monitorização relativa a 2019, por referência ao próximo exercício.

Com efeito, a **monitorização dos relatórios de governo do exercício do ano de 2019**, empreendida pela CEAM, permite concluir que o grau médio de acolhimento do CGS IPCG 2018 — por via de acolhimento direto e do *explain* equivalente ao acolhimento — no conjunto das 33 empresas emitentes monitorizadas, com respeito à totalidade das 117 subrecomendações identificadas na *Tabela de Recomendações Múltiplas*, ascende a 80%.

Esta percentagem eleva-se para 86% quando se contabilizam apenas as empresas emitentes integrantes do índice PSI 20.

Verifica-se, assim, um aumento de dois pontos percentuais em ambos os valores face aos resultados do ano precedente. Tratando-se apenas do segundo exercício de monitorização deste Código, os resultados afiguram-se, uma vez mais, bastante satisfatórios.

Entre as recomendações que recolhem um maior grau de acolhimento, encontram-se disposições que perpassam quase todos os capítulos do Código e que se referem, fundamentalmente, ao estabelecimento de mecanismos apropriados a uma adequada relação da sociedade com investidores, à divulgação de informação da sociedade, à adoção de uma política de comunicação de irregularidades, aos procedimentos que visam evitar conflitos de interesses, à divulgação de informação na declaração sobre política de remunerações e à adequação dos sistemas de gestão de risco e de controlo interno.

Assim, desta avaliação, apura-se um conjunto de treze subrecomendações que merecem realce, atento o seu total acolhimento direto (100%) nas trinta e três empresas emitentes monitorizadas, a saber: I.1.1.(1), I.1.1.(2), I.1.1.(3), I.2.2.(4), I.2.2.(5), I.2.4.(2), I.2.5.(1), I.4.1., III.10.(1), III.10.(2), V.2.3.(5), V.2.3.(6) e VI.2.(1).

Aplicáveis não a todas as empresas emitentes, mas merecedoras de realce devido ao seu total acolhimento no universo da sua aplicação, contabilizando-se também para o efeito o *explain* equivalente ao acolhimento, destacam-se igualmente outras seis subrecomendações: II.5.(2), III.2.(3), III.7.(1), III.7.(2), IV.3.(2) e V.2.3.(3).

Entre as recomendações menos acolhidas encontram-se as que dizem respeito à designação de um coordenador dos administradores independentes, à necessidade de criação de comissões de nomeação dos membros dos órgãos sociais e dos quadros dirigentes, à necessidade de dupla intervenção de órgãos sociais nos negócios com partes relacionadas (nos moldes previstos em I.5.1.), às competências conferidas ao órgão de fiscalização relativas à política de risco (conforme identificadas em III.8.(2)) e à definição de certos elementos concretos no regulamento interno daquele órgão, no que respeita às matérias espelhadas em VII.2.1.

Assim, no quadro das subrecomendações menos acolhidas — sendo aqui computadas aquelas que foram consideradas aplicáveis à maioria das empresas emitentes³⁷ e avaliadas como acolhidas diretamente ou com *explain* equivalente ao acolhimento em valor inferior a 50% — encontram-se apenas dez subrecomendações, identificadas de seguida por ordem decrescente de acolhimento: III.8.(2), III.9.(3), VII.2.1.(2), VII.2.1.(1), VII.2.1.(4), I.5.1.(1), I.5.1.(2), VII.2.1.(3), V.4.2. e III.1.

³⁷ Aplicáveis a um número igual ou superior a 50% do universo global das trinta e três emitentes.

Todavia, em todas estas recomendações se apurou um aumento do acolhimento, por vezes bastante significativo, como sucedeu em relação às transações com partes relacionadas (I.5.1.), à competência do órgão de fiscalização sobre política de risco (III.8.(2)) e na relação deste órgão com o revisor oficial de contas (VII.2.1.).

Assumindo o mesmo critério³⁸ e apenas atentando agora nas empresas emitentes que fazem parte do PSI 20, há somente uma recomendação com acolhimento inferior a 50% — III.1. — e cinco subrecomendações seguidas por metade destas empresas — I.5.1.(1), I.5.1.(2), V.4.3., VII.2.1.(3) e VII.2.1.(4).

Quanto à **comparação entre os resultados da monitorização de 2018 e de 2019**, como já se avançou, verifica-se um progresso no nível de acolhimento global, crescendo de 78% para 80% no conjunto das 33 empresas emitentes monitorizadas e de 84% para 86% nas empresas do PSI 20.

Focando nos capítulos individualmente considerados, a média de acolhimento em cada um deles manteve-se relativamente estável, com destaque para a variação positiva verificada nos capítulos V, VI e VII — em particular o muito acentuado incremento no último capítulo, sobre informação financeira, que registou um aumento de 21%.

Ao longo do Código encontramos onze subrecomendações cujo acolhimento global beneficiou, face aos valores de 2018, de uma variação positiva acima dos 40%: I.5.2.(2), III.8.(1), II.8.(2), V.1.1.(1), V.1.1.(2), V.1.1.(3), V.2.6.(2), V.4.1., VII.2.1.(1), VII.2.1.(2) e VII.2.1.(4).

No confronto entre os resultados de 2018 e de 2019, há que ter em atenção duas circunstâncias. Antes de mais, o universo de empresas emitentes abrangidas na monitorização é distinto, não só em número — passando de 32 para 33 —, como também em composição — por um lado, as sociedades emitentes que são admitidas à ne-

³⁸ Neste caso, assumindo o critério de a aplicabilidade ser igual ou superior a 50% das empresas emitentes que constituem o Índice PSI 20.

gociação de ações em mercado regulamentado variaram; por outro, houve mais sociedades que optaram por adotar o CGS IPCG 2018.

Além disso, difere, de um ano para o outro, a aplicabilidade de algumas recomendações e subrecomendações, com impacto, por vezes prejudicial, nas percentagens de acolhimento aferidas.

Estas particularidades conduzem a que alguns resultados quantitativos aparentemente menos positivos não assumam reflexo nos resultados qualitativos, os quais são bastante positivos, como procurámos explicitar nas observações sobre os conteúdos monitorizados (*supra*, V.3.).

O mesmo sucede num número restrito de casos em que a variação negativa entre os resultados se deveu estritamente a uma alteração do critério de monitorização, justificada pelas indicações fornecidas pela CEAM sobre a fase de transição, tanto no contexto da comunicação dos resultados individuais a cada emitente, já no ano passado e também no presente, como também no RAM relativo a 2018 e, bem assim, em alguns pontos da Nota Interpretativa n.º 2.

Estes casos correspondem, na verdade, a uma melhoria material efetiva — conforme acima explicitado em relação a cada recomendação³⁹.

Com efeito, além do mais imediato incremento percentual, foi notório, da análise empreendida, um progresso a dois importantes níveis: por um lado, na qualidade da informação prestada, seja nos conteúdos da respetiva Parte I, seja nas explicações fornecidas para o não acolhimento, no âmbito da Parte II; por outro, na implementação de medidas de bom governo durante o ano de 2019, em consonância com as recomendações do CGS IPCG 2018.

Neste contexto, é de salientar o diálogo frutífero que foi desenvolvido entre a CEAM e as empresas emitentes no contexto das duas monitorizações.

³⁹ Trata-se das recomendações I.2.1., II.6., III.2. e III.6.

No Relatório Anual de Monitorização relativo a 2018, expressámos a convicção de que, na sequência dos contactos e esclarecimentos prestados junto das empresas emittentes ao longo do processo de monitorização, o grau de acolhimento poderia aumentar já no exercício de 2019. Essa convicção, que foi ao encontro da realidade, é agora renovada, com base na experiência de monitorização relativa a 2019, por referência ao exercício de monitorização que se seguirá.

ANEXO I

Tabela comparativa (2018-2019) dos resultados individuais das 117 subrecomendações

* Casos em que a variação negativa entre os resultados de 2018 e 2019 se deveu a alteração do critério de monitorização, conforme explicado ao longo do Relatório.

Recomendação	Acolhimento global (S+E)			
	Todas as empresas emittentes		Empresas emittentes do PSI 20	
	2018	2019	2018	2019
I.1.1.(1)	100%	100%	100%	100%
I.1.1.(2)	100%	100%	100%	100%
I.1.1.(3)	100%	100%	100%	100%
I.2.1.(1)*	86%	52%	93%	56%
I.2.1.(2)*	86%	52%	93%	56%
I.2.2.(1)	88%	88%	94%	94%
I.2.2.(2)	91%	94%	100%	100%
I.2.2.(3)	85%	85%	80%	87%

Recomendação	Acolhimento global (S+E)			
	Todas as empresas emittentes		Empresas emittentes do PSI 20	
	2018	2019	2018	2019
I.2.2.(4)	97%	100%	94%	100%
I.2.2.(5)	91%	100%	89%	100%
I.2.2.(6)	85%	85%	88%	93%
I.2.3.(1)	96%	97%	94%	94%
I.2.3.(2)	97%	97%	94%	94%
I.2.3.(3)	83%	91%	92%	92%
I.2.4.(1)	100%	97%	100%	100%
I.2.4.(2)	97%	100%	100%	100%
I.2.5.(1)	100%	100%	100%	100%
I.2.5.(2)	91%	97%	100%	100%
I.3.1.	88%	85%	94%	94%
I.3.2.	91%	94%	100%	100%
I.4.1.	100%	100%	100%	100%
I.4.2.	69%	79%	83%	89%
I.5.1.(1)	28%	39%	50%	50%
I.5.1.(2)	28%	39%	50%	50%
I.5.2.(1)	60%	73%	80%	92%
I.5.2.(2)	48%	73%	67%	92%
II.1.(1)	100%	97%	100%	100%
II.1.(2)	80%	67%	100%	100%
II.2.	91%	91%	94%	94%
II.3.	69%	69%	78%	78%
II.4.	69%	78%	78%	89%

Recomendação	Acolhimento global (S+E)			
	Todas as empresas emittentes		Empresas emittentes do PSI 20	
	2018	2019	2018	2019
II.5.(1)	40%	50%	33%	33%
II.5.(2)	100%	100%	100%	100%
II.6.(1)*	100%	88%	100%	83%
II.6.(2)*	100%	88%	100%	83%
III.1.	27%	35%	36%	43%
III.2.(1)*	94%	63%	100%	82%
III.2.(2)*	100%	55%	100%	67%
III.2.(3)	100%	100%	100%	100%
III.3.	61%	66%	76%	76%
III.4.	52%	56%	59%	65%
III.5.	-	-	-	-
III.6.(1)*	90%	87%	88%	88%
III.6.(2)*	100%	87%	100%	88%
III.7.(1)	100%	100%	100%	100%
III.7.(2)	100%	100%	100%	100%
III.8.(1)	41%	58%	67%	72%
III.8.(2)	28%	48%	50%	61%
III.9.(1)	50%	52%	56%	56%
III.9.(2)	97%	97%	100%	100%
III.9.(3)	38%	48%	56%	67%
III.10.(1)	100%	100%	100%	100%
III.10.(2)	100%	100%	100%	100%
III.10.(3)	81%	73%	89%	78%

Recomendação	Acolhimento global (S+E)			
	Todas as empresas emittentes		Empresas emittentes do PSI 20	
	2018	2019	2018	2019
III.11.(1)	97%	97%	100%	100%
III.11.(2)	97%	97%	100%	100%
III.11.(3)	96%	96%	100%	100%
III.12.(1)	59%	64%	78%	78%
III.12.(2)	72%	64%	83%	78%
IV.1.(1)	66%	70%	78%	78%
IV.1.(2)	63%	70%	72%	72%
IV.2.(1)	90%	87%	88%	88%
IV.2.(2)	93%	80%	88%	88%
IV.2.(3)	86%	87%	88%	88%
IV.3.(1)	72%	67%	83%	78%
IV.3.(2)	100%	100%	100%	100%
IV.4.	74%	77%	87%	93%
V.1.1.(1)	50%	73%	56%	83%
V.1.1.(2)	31%	83%	36%	92%
V.1.1.(3)	46%	77%	47%	82%
V.1.2.	50%	55%	72%	72%
V.2.1.(1)	94%	94%	94%	94%
V.2.1.(2)	90%	87%	88%	88%
V.2.2.(1)	90%	91%	89%	94%
V.2.2.(2)	97%	97%	94%	100%
V.2.3.(1)	94%	94%	94%	94%
V.2.3.(2)	93%	94%	100%	100%
V.2.3.(3)	100%	100%	100%	100%

Recomendação	Acolhimento global (S+E)			
	Todas as empresas emittentes		Empresas emittentes do PSI 20	
	2018	2019	2018	2019
V.2.3.(4)	100%	100%	100%	100%
V.2.3.(5)	97%	100%	100%	100%
V.2.3.(6)	100%	100%	100%	100%
V.2.4.(1)	100%	88%	100%	100%
V.2.4.(2)	100%	97%	100%	94%
V.2.5.	87%	97%	83%	100%
V.2.6.(1)	90%	94%	94%	100%
V.2.6.(2)	39%	69%	56%	78%
V.3.1.	94%	94%	94%	100%
V.3.2.(1)	55%	59%	59%	59%
V.3.2.(2)	82%	84%	100%	100%
V.3.4.	-	50%	-	-
V.3.5.	90%	87%	94%	94%
V.3.6.	97%	94%	100%	94%
V.4.1.	29%	56%	50%	79%
V.4.2.	38%	39%	60%	57%
V.4.3.	60%	57%	63%	50%
V.4.4.	55%	73%	56%	82%
VI.1.(1)	84%	88%	89%	89%
VI.1.(2)	66%	73%	83%	83%
VI.2.(1)	100%	100%	100%	100%
VI.2.(2)	81%	85%	94%	94%
VI.2.(3)	94%	91%	100%	100%

Recomendação	Acolhimento global (S+E)			
	Todas as empresas emittentes		Empresas emittentes do PSI 20	
	2018	2019	2018	2019
VI.2.(4)	97%	97%	100%	100%
VI.2.(5)	94%	91%	100%	100%
VI.3.(1)	72%	76%	78%	83%
VI.3.(2)	69%	79%	78%	83%
VII.1.1	94%	97%	100%	100%
VII.2.1.(1)	22%	45%	28%	56%
VII.2.1.(2)	25%	48%	33%	56%
VII.2.1.(3)	28%	39%	33%	50%
VII.2.1.(4)	31%	45%	33%	50%
VII.2.2.(1)	84%	94%	83%	94%
VII.2.2.(2)	75%	88%	78%	89%
VII.2.3.	97%	97%	100%	100%
VII.2.4.(1)	-	-	-	-
VII.2.4.(2)	-	-	-	-
VII.2.4.(3)	-	-	-	-
VII.2.5.	-	-	-	-

ANEXO II

Lista de emitentes monitorizadas (exercício de 2019)

- **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.
- **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, 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 Capital, S.G.P.S., S.A.**
- Sonae Indústria, S.G.P.S., S.A.
- Sonaecom, S.G.P.S., S.A.
- Teixeira Duarte — Engenharia e Construções, 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 2019

