



ALEXANDRE NORINHO DE OLIVEIRA, LLM  
Advogado da PLMJ\*

## Green Bonds: um instrumento financeiro com impacto ambiental

*Green Bonds: a financial instrument with environmental impact*

**RESUMO:** A crescente afirmação da emissão de *green bonds* no mercado de capitais internacional tem sido pontuada por significativo desafio jurídicos, entre os quais se destaca, na ausência de um quadro legal específico, a ausência de uma definição jurídica comum de *green bonds*, mas também a proliferação de abordagens na sua certificação e a (potencial) natureza vinculativa dos compromissos ambientais assumidos.

**Palavras Chave:** (i) *green bonds*; (ii) *mercado de capitais*; (iii) *Regulamento dos Prospetos*.

**ABSTRACT:** The growing presence of green bonds in the international capital market has faced several challenges been punctuated by significant legal challenges, notably by, in the absence of a specific legal framework, the absence of a common legal definition of green bonds, but also by the proliferation of approaches on certification and the (potential) binding nature of the environmental commitments undertaken by issuers.

**Keywords:** (i) *green bonds*; (ii) *capital markets*; (iii) *Prospectus Regulation*.

\* alexandre.norinhooliveira@plmj.pt. As opiniões expressas no presente texto são exclusivamente pessoais. O presente texto foi concluído em 2 de julho 2021.

**SUMÁRIO:** 1. Introdução e enquadramento. 2. O conceito de green bonds: 2.1. O padrão com maior reconhecimento no setor financeiro: a definição ICMA; 2.2. Outras definições de green bonds; 2.3. Figuras afins 3. Tipologia: 3.1. Green use of proceeds bonds. 3.2. green use of proceeds revenue bonds. 3.3. Green project bonds. 3.4. Green Securitised bonds. 4. A certificação: algumas das abordagens possíveis: 4.1. Certificação externa; 4.2. O papel das agências de rating e a utilização de índices. 5. Principais Desafios. 5.1. Riscos de utilização abusiva (greenwashing). 5.2. Emissão por brown companies; 5.3. Vinculatividade dos compromissos ambientais; 5.4. Outros desafios; 5.5. A resposta da UE: o EU Green Bond Standard; 6. Perspetivas futuras; 7. Considerações finais

## 1. Introdução e enquadramento

Em face do recente crescimento nos mercados de capitais internacionais do volume de emissões de *green bonds* e pela sua expressão cada vez mais significativa, revela-se particularmente atual a análise deste instrumento financeiro.

Pretende-se, ao longo do presente texto, aflorar as suas principais características, resumir as mais relevantes aproximações a uma definição de *green bonds* e abordar os principais desafios colocados à sua utilização generalizada.

A luta contra as alterações climáticas tem assumido uma relevância crescente e absolutamente incontornável nas últimas décadas. Neste contexto, a assinatura do Acordo de Paris<sup>1</sup>, em dezembro de 2015, assinala o compromisso da comunidade internacional no combate às alterações climáticas, afirmando-a como uma prioridade na agenda política para as próximas décadas. O Acordo de Paris representa um claro compromisso histórico dos seus outorgantes no sentido de potenciar uma resposta global à ameaça representada pelas alterações climáticas, concretizado no objetivo de manter o aumento da temperatura média global bem abaixo dos 2.º C e a envidar esforços com vista a limitar esse aumento da temperatura

<sup>1</sup> O texto completo do Acordo de Paris encontra-se disponível através do seguinte link: [http://unfccc.int/files/essential\\_background/convention/application/pdf/english\\_paris\\_agreement.pdf](http://unfccc.int/files/essential_background/convention/application/pdf/english_paris_agreement.pdf)

a 1,5.º C, em relação aos níveis pré-industriais em ambos os casos<sup>2</sup>. Com este objetivo em mente, destaca-se o facto de o Acordo de Paris dar particular enfoque ao potencial do sistema financeiro para contribuir para a sua concretização<sup>3</sup>.

Neste seguimento, o recurso à emissão de *green bonds* tem sido privilegiado, sendo considerado um dos instrumentos financeiros com maior potencial para financiar a transição para uma economia mais sustentável<sup>4</sup>. Assim, compreende-se que, nos últimos anos, as várias instituições supranacionais e governos tenham vindo a dar corpo ao compromisso vertido no Acordo de Paris, realizando diversas emissões e contribuindo de forma decisiva para a afirmação deste novo produto financeiro.

Em todo o caso, a primeira emissão de *green bonds* teve lugar em 2007, pela mão do Banco Europeu de Investimento (“BEI”)<sup>5</sup>, uma instituição que tem assumido um papel de referência no setor, a par do Banco Mundial. Numa fase inicial, o mercado de *green bonds* teve como únicos emitentes instituições públicas, em resposta a uma forte procura em particular por parte de investidores institucionais<sup>6</sup>. Contudo, a adesão por entidades privadas dá-se apenas no

<sup>2</sup> Artigo 2.º/1, a) do Acordo de Paris.

<sup>3</sup> Artigo 2.º/1, c) do Acordo de Paris, onde se pode ler o seguinte compromisso: “making finance flows consistent with a pathway towards low greenhouse gas emissions and climate-resilient development”.

<sup>4</sup> International Platform on Sustainable Finance, *Annual Report*, outubro de 2020, disponível através do seguinte endereço: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/international-platform-sustainable-finance-annual-report-2020\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/international-platform-sustainable-finance-annual-report-2020_en.pdf)

<sup>5</sup> Emissão em causa foi realizada em 2007, na qual o montante da emissão de *climate awareness bonds* foi especificamente alocado ao financiamento de projetos de energias renováveis e eficiência energética. A rentabilidade dos *green bonds*, distribuídas por todos os Estados-membros da UE, estava associada ao desempenho do índice “FTSE4 Good Environmental Leaders Europe 40 Index”. Um resumo das principais características da emissão é disponibilizado através do seguinte endereço: [http://www.eib.org/investor\\_relations/press/2007/2007-042-epos-ii-obligation-sensible-au-climat-la-bei-oeuvre-a-la-protection-du-climat-par-le-biais-de-son-emission-a-l-echelle-de-l-ue.htm](http://www.eib.org/investor_relations/press/2007/2007-042-epos-ii-obligation-sensible-au-climat-la-bei-oeuvre-a-la-protection-du-climat-par-le-biais-de-son-emission-a-l-echelle-de-l-ue.htm)

<sup>6</sup> Fitch Ratings, *Green Bonds – Fitch Ratings and Market Overview*, maio de 2017, 10; OCDE, *Green Bonds: mobilising the debt capital markets for a low-carbon transition, policy perspectives*, abril de 2017, 2.

ano de 2013<sup>7</sup>, ano esse a partir do qual se vem registrando uma forte tendência de crescimento.

Eventuais receios de que os *green bonds* fossem vistos como um produto de nicho foram rapidamente ultrapassados. Com efeito, os últimos anos assistiram a uma crescente generalização na sua utilização, com particular expressão em países como os EUA, China e vários Estados-Membros da União Europeia. O volume de emissões de *green bonds* tem registado, de ano para ano, um franco crescimento – com o ano de 2020 a registar o valor recorde de 266,5 mil milhões de USD<sup>8</sup> – ainda que continuem a constituir uma pequena fração do mercado de emissão de obrigações à escala global<sup>9</sup>.

## 2. O conceito de *green bonds*

O estudo do instrumento financeiro em apreço terá como ponto de partida a análise do conceito de *green bonds*. Reunir consenso em torno de uma única definição de *green bonds* tem-se revelado um dos principais obstáculos à afirmação deste instrumento financeiro e, volvidos mais de dez anos sobre a primeira emissão de *green bonds*, continua a revelar-se um tema controvertido.

Os *green bonds* são, à semelhança de quaisquer outros instrumentos de dívida, um instrumento financeiro para angariar capital através do mercado de capitais, residindo o seu traço distintivo na alocação do valor da emissão a projetos com impacto ambiental. No entanto, pese embora as especificidades associadas à alocação do capital angariado, os *green bonds* são, na sua essência, obrigações (*bonds*), sendo-lhe aplicável o correspondente regime jurídico

<sup>7</sup> Fitch Ratings, *Green Bonds – Fitch Ratings and Market Overview*, maio de 2017, 12.

<sup>8</sup> Climate Bonds, *Record \$269.5bn green issuance for 2020: Late surge sees pandemic year pip 2019 total by \$3bn*, janeiro de 2021, disponível em: <https://www.climatebonds.net/2021/01/record-2695bn-green-issuance-2020-late-surge-sees-pandemic-year-pip-2019-total-3bn>

<sup>9</sup> O mercado global de emissão de obrigações é estimado em USD 128,3 bilhões, por referência a agosto de 2020. Cfr. estimativa realizada pela International Capital Markets Association, disponível através do seguinte endereço: <https://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/Secondary-Markets/bond-market-size/>

previsto no Código dos Valores Mobiliários (“CVM”) e Código das Sociedades Comerciais (“CSC”). Em conformidade, surgem também aqui – por norma, e ainda que possam conhecer desvios – como elementos centrais o facto de conferirem aos seus titulares direito ao reembolso do capital e direito aos juros<sup>10</sup>.

Em todo o caso, pese embora partilharem das características fundamentais das obrigações, os *green bonds* têm características específicas, identificadas nas secções seguintes. Os *green bonds* surgem como um dos mecanismos do sistema financeiro para fazer face a desafios de ordem ambiental (*green finance*), procurando, de uma forma genérica, internalizar externalidades ambientais e ajustar a perceção dos riscos ambientais.

## **2.1. O padrão com maior reconhecimento no setor financeiro: a definição ICMA**

Em traços gerais, a dificuldade em definir o conceito de *green bonds* parte do dilema entre duas abordagens alternativas. De uma parte, avançar uma definição fechada e taxativa, eventualmente suportada numa lista exaustiva de todas as configurações possíveis do conceito de *green bonds*. Neste caso, seria de esperar que tal lista fosse atualizada a cada momento, acompanhando a par e passo o debate dedicado à definição de *green bonds*. De outra parte,

<sup>10</sup> A figura das obrigações consta do elenco de valores mobiliários enumerados no artigo 1.º do CVM, ao passo que o seu regime se encontra previsto no artigo 348.º ss. do CSC. Nos termos do artigo 348.º/1 do CSC, as obrigações são “valores mobiliários que, numa mesma emissão, conferem direitos de crédito iguais”. Por seu turno, a figura jurídica em análise tem sido definida pela doutrina nacional de forma relativamente homogénea, como “valores mobiliários que conferem ao seu titular um direito ou um feixe de direitos (de crédito), tendo por objeto uma ou várias prestações em dinheiro, determinadas ou determináveis” (Castro, C. Osório, *Valores Mobiliários, Conceitos e Espécies*, 2.ª ed., UCP: Porto (1998), 140.), ou, simplesmente, como “valores mobiliários representativos de direitos de crédito” (Antunes, J. Engrácia, *Os Instrumentos Financeiros*, 4.ª ed., Almedina: Coimbra (2020) 136). Em poucas palavras, “as obrigações são valores mobiliários que representam nuclearmente um ou vários direitos de crédito tendo por objeto uma ou mais prestações em dinheiro e/ou espécie” (Antunes, J. Engrácia, cit., 139.).

surge a possibilidade de utilizar uma definição genérica mas tentativamente holística, na qual são avançados exemplos, os quais não limitariam a flexibilidade do conceito em face das circunstâncias concretas.

Neste contexto, a International Capital Markets Association (“ICMA”), uma associação com escala global que reúne a comunidade de emitentes de valores mobiliários, tem assumido um papel verdadeiramente central no debate sobre este novo instrumento financeiro, no quadro do qual optou pela segunda abordagem indicada.

Este contributo chave para a afirmação do mercado dos *green bonds* tem-se materializado na publicação de várias orientações voluntárias para a sua emissão. Trata-se naturalmente de uma resposta do setor privado à clara ausência de uma definição padrão capaz de reunir o consenso do setor financeiro.

A ICMA avança a seguinte definição: “Green Bonds are any type of bond instrument where the proceeds or an equivalent amount will be exclusively applied to finance or re-finance, in part or in full, new and/or existing eligible Green Projects and which are aligned with the four core components of the Green Bond Principles”<sup>11</sup>.

Os *Green Bond Principles* (“GBP”) assumem uma importância central na definição apresentada, constituindo um conjunto de princípios chave, de orientações, relativas ao processo aplicável à emissão de *green bonds*. Têm como objetivo fundamental a promoção da transparência e harmonização das regras e práticas seguidas pelos vários emitentes no setor, definindo e tornando públicas as componentes base que devem estar presentes numa emissão de *green bonds*. Visa-se, deste modo, promover a confiança dos investidores e ajudá-los ao difundir a informação necessária que lhes permita avaliar o impacto ambiental resultante do investimento em *green bonds*, assim permitindo uma tomada de decisão de investimento informada e o acompanhamento do impacto pelo menos até à maturidade do instrumento financeiro em causa.

<sup>11</sup> ICMA, *Green Bond Principles*, junho de 2021, 3, disponível em: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Green-Bond-Principles-June-2021-140621.pdf>

A ICMA tem apontado os seguintes quatro princípios chave (GBP), de forma a proporcionar a futuros emitentes orientação a respeito dos componentes chave no contexto de uma emissão de *green bonds*: (i) alocação de fundos (*use of proceeds*); (ii) processo de avaliação e seleção de projetos (*process for project evaluation and selection*), (iii) gestão de fundos (*management of proceeds*), e (iv) reporte (*reporting*).

Entrando em maior detalhe em cada um dos princípios:

- (i) *Alocação de fundos*: o próprio conceito de *green bonds* assenta na alocação do montante da emissão a projetos com impacto ambiental (*green projects*). Por esse motivo, é fundamental que o destino dos montantes obtidos com a emissão seja devidamente divulgado e descrito na documentação da emissão (em particular no prospeto, se aplicável, e ficha técnica)<sup>12</sup>, de forma também a permitir a sua quantificação e análise pelo emitente e pelo mercado. A ICMA avança uma lista não exaustiva de *green projects* (i.e., projetos que poderão ser financiados com o valor da emissão de *green bonds*), que inclui projetos nos seguintes setores: (i) energias renováveis, (ii) eficiência energética (como investimentos na remodelação de edifícios, armazenamento de energia e redes inteligentes), (iii) prevenção e controlo de poluição (v.g. tratamento de água, redução de emissões, reciclagem), (iv) utilização sustentável do território, (v) meios de transporte não poluentes, e (vi) gestão de recursos hídricos. Daqui resulta um dever acrescido de divulgação de informação no contexto de uma emissão de *green bonds*, para além do quadro legal já de si exigente, designadamente no contexto de uma oferta pública;
- (ii) *Processo de avaliação e seleção de projetos*: adicionalmente, o emitente de GB deverá também divulgar aos investidores o processo que pretende utilizar para qualificar determi-

<sup>12</sup> ICMA, *Green Bond Principles* cit., 3.

nado projeto como um “Green Project” elegível<sup>13</sup>. Neste sentido, os emitentes são encorajados a enquadrar os projetos elegíveis nos objetivos e estratégia seguidos e a divulgar, de forma objetiva, os procedimentos e regras usados para identificar projetos elegíveis, assim permitindo também aos investidores escrutinar, na medida do possível, a sua aplicação. Para este efeito, é recomendável que o processo de avaliação de projetos seja dotado de um elevado nível de transparência e, idealmente, que o processo de avaliação e seleção seja suportado pela avaliação de uma entidade externa;

- (iii) *Gestão de fundos*: as receitas resultantes da emissão de *green bonds* deverão ser objeto de segregação (*ring-fenced*) numa conta autónoma (ou portfolio autónomo, consoante aplicável), de forma a permitir ao emitente a sua monitorização durante a vida dos *green bonds* emitidos. Sem prejuízo do que antecede, também é admitida a gestão de tais receitas de várias emissões de *green bonds* de forma agregada (*portfolio approach*). Por outro lado, a gestão de fundos deverá estar associada ao processo interno do emitente dedicado às suas operações de investimento em projetos “verdes”, de forma a assegurar que o valor disponível para investimento (i.e., montante segregado na subconta) seja ajustado à medida que vão sendo realizados investimentos em projetos elegíveis. A ICMA defende a importância de também divulgar aos investidores a utilização a que serão votadas (ainda que temporariamente) as receitas da emissão na pendência do seu investimento em projetos elegíveis<sup>14</sup>; e
- (iv) *Reporte*: com o objetivo de promover a transparência e assegurar que os obrigacionistas estão devidamente informados, a publicação numa base regular – nomeadamente anual e até à maturidade dos instrumentos de capital alheio em causa – de relatórios contendo informação sobre a evolução

<sup>13</sup> ICMA, *Green Bond Principles*, cit., 5.

<sup>14</sup> ICMA, *Green Bond Principles* cit., 6.



da utilização e alocação do montante da emissão tem sido fortemente recomendada<sup>15</sup>. Aliás, a divulgação do uso dos recursos tem sido apontada pelos investidores como uma clara prioridade<sup>16</sup>. A informação divulgada deverá conter uma lista dos investimentos realizados e o impacto esperado de cada um dos projetos objeto de investimento. Neste sentido, é aconselhada a utilização de indicadores quantitativos de desempenho (ex: eletricidade gerada, redução de emissões de gases com efeito estufa), divulgação da metodologia usada para o seu cálculo e pressupostos nos quais assente a sua medição<sup>17</sup>.

## 2.2. Outras definições de green bonds

O Banco Mundial define *green bonds* como “a debt security that is issued to raise capital specifically to support climate related or environmental projects”<sup>18</sup>. Acrescenta ainda que é a utilização específica do montante da emissão no financiamento de projetos específico que a separa das obrigações (*bonds*) comuns.

No entanto, ainda que diferentes, duas características são partilhadas pelas várias definições. Está em causa, por um lado, a categoria de valor mobiliário, a saber, obrigações como instrumentos de dívida, ou seja, de capital alheio. Por outro lado, a alocação dos fundos angariados com a subscrição de tais valores mobiliários a objetivos ou projetos de cariz ambiental.

A seguinte passagem é particularmente ilustrativa da abordagem que tem sido adotada relativamente a este tema: “[f]or the banking sector, green finance is defined as financial products and services, under the consideration of environmental factors throughout

<sup>15</sup> ICMA, *Green Bond Principles* cit., 6.

<sup>16</sup> Climate Bonds Initiative, *Green Bond European Investor Survey*, novembro de 2019, 3, disponível em: [https://www.climatebonds.net/files/files/GB\\_Investor\\_Survey-final.pdf](https://www.climatebonds.net/files/files/GB_Investor_Survey-final.pdf)

<sup>17</sup> ICMA, *Green Bond Principles*, cit., 4.

<sup>18</sup> World Bank, *What are Green Bonds?*, 23, disponível em: [http://treasury.worldbank.org/cmd/pdf/What\\_are\\_Green\\_Bonds.pdf](http://treasury.worldbank.org/cmd/pdf/What_are_Green_Bonds.pdf)

the lending decision making, ex-post monitoring and risk management processes, provided to promote environmentally responsible investments and stimulate low-carbon technologies, projects, industries and businesses”<sup>19</sup>.

Em todo o caso, resulta do exposto a ausência de consenso em torno de uma definição única de *green bonds*, e que a sua caracterização é realizada em torno de elementos típicos resultantes da adesão a determinado padrão.

### 2.3. Figuras afins

O conceito de finanças sociais (*social finance*) é particularmente abrangente, abarcando os produtos e serviços financeiros que visam alcançar um impacto social, ambiental ou sustentável positivo<sup>20</sup>. O termo finanças sociais assenta na ideia de retorno combinado (*blended returns*), na medida em que declara tais objetivos como sendo compatíveis com a obtenção de retorno financeiro<sup>21</sup>. Desde investidores que visam financiar organizações que não se conseguiriam financiar em condições de mercado, a investidores focados na dimensão financeira, mas que pretendem participar num investimento que tenha associado um impacto social positivo, o espectro de motivações dos investidores em finanças sociais é bastante amplo<sup>22</sup>.

<sup>19</sup> Pricewaterhouse Coopers Consultants, *Exploring Green Finance Incentives in China*, 2013.

<sup>20</sup> Olaf Weber, *Social Finance and Impact Investing*, working paper (2012). 3, disponível em: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2160403>

<sup>21</sup> Destaca-se igualmente a utilidade das seguintes definições de finanças sociais. De acordo com o governo do Reino Unido (*Cabinet Office*), “[s]ocial investment provides capital that enables social organisations to deliver both social and financial returns. The investment is repayable, often with interest, and is typically used to develop new or existing activities that generate income – such as trading activities or contracts for delivering public services”, disponível em: <https://www.designcouncil.org.uk/sites/default/files/asset/document/Social%20finance%20in%20the%20UK.pdf>.

<sup>22</sup> Michele-Lee Moore/Frances Westley, *Social Finance Intermediaries and Social Innovation*, 3 Soc. Enterp. J. (2012), 184-205. Karen Wilson, *New Investment Approaches for*

Na mesma linha, no investimento de impacto (*impact investment*) visa-se resolver desafios sociais ou ambientais, ao mesmo tempo que são gerados benefícios financeiros para os investidores e, também aqui, a dimensão social sobrepõe-se à dimensão financeira.

Não obstante, o retorno financeiro pode variar significativamente, podendo mesmo assemelhar-se ao retorno de um investimento convencional. Conduzido quer por filantropos, quer por investidores convencionais<sup>23/24</sup>.

Os *green bonds* distinguem-se ainda das *obrigações de impacto social (social impact bonds)*<sup>25</sup>, através das quais os investidores serão reembolsados tipicamente pelo emitente em função do sucesso do projeto financiado, assentando numa estrutura de “payment for result”<sup>26</sup>.

*Addressing Social and Economic Challenges*, OECD, Science, Technology and Industry Policy Papers (2014).

<sup>23</sup> Olaf Weber, cit., 3.

<sup>24</sup> Uma interessante análise da figura do conceito de *impact investment* pode ser encontrada em John E. Clarkin/Carole L. Cangioni, *Impact Investing: a Premier and review of the literature*, 6 *Entrep. Res. J.* (2016), 135-173.

<sup>25</sup> A United Nations Development Programme define *social impact bonds* como: “[a] public-private partnership that allows private (impact) investors to upfront capital for public projects that deliver social and environmental outcomes. If the project succeeds, the investors are repaid by the Government (Social Impact Bonds) or an aid agency or other philanthropic funder (Development Impact Bonds) with capital plus interest. If the project fails, the interest and part of the capital is lost. While commonly referred as a “bond”, the solution replicates in essence a payment-for-result scheme. It cannot be compared to commercial bonds, green bonds or other impact bonds as an instrument. The approach is also referred to as pay-for-success in the United States and as a social benefit bond in Australia”. <http://www.undp.org/content/sdfinance/en/home/solutions/social-development-impact-bonds.html>

<sup>26</sup> Refira-se, a título exemplificativo, a emissão de Environmental Impact Bond pela entidade pública responsável pela gestão de água em Washington D.C.. Esta emissão, que teve como investidor principal a Goldman Sachs, destinava-se a financiar o investimento em infraestruturas para aumentar a capacidade de escoamento de águas pluviais e melhorar a qualidade da água no distrito de Washington. Nesta estrutura, uma vez que os pagamentos variavam em função do sucesso da intervenção ambiental em causa, os riscos de performance foram divididos entre distrito e investidores. Cfr. *Fact Sheet: DC Water Environmental Impact Bond*, disponível em: <http://www.goldmansachs.com/media-relations/press-releases/current/dc-water-environmental-impact-bond-fact-sheet.pdf>

### 3. Tipologia

De um modo geral, os *green bonds* têm sido comumente agrupados em quatro diferentes tipos: (i) *use of proceeds bonds*, (ii) *green use of proceeds revenue bonds*, (iii) *green project bonds* e (iv) *green securitised bonds*<sup>27</sup>.

#### 3.1. Green use of proceeds bonds

Os *green use of proceeds bonds* são instrumentos de dívida *plain-vanilla*, garantidos pelo património do emitente. A Climate Bond Initiative (“CBI”), uma organização não governamental dedicada à certificação de *green bonds*, define-os como: “[a] standard recourse-to-the-issuer debt obligation for which the proceeds shall be credited to a sub-account, moved to a sub-portfolio or otherwise tracked by the issuer and attested to by a formal internal process that will be linked to the issuer’s lending and investment operations for Eligible Projects & Assets”<sup>28</sup>.

Na verdade, é possível decompor este subtipo específico nos seguintes elementos: (i) alocação do valor da emissão a projetos com impacto ambiental; e (ii) direito de regresso contra o emitente, motivo pelo qual o rating atribuído a este instrumento de dívida coincide com o do próprio emitente<sup>29</sup>. Em suma, está em causa um tipo de obrigações muito semelhante a obrigações “convencionais”, na qual os emitentes angariam capital alheio com recurso a um instrumento de dívida, reembolsando os obrigacionistas ao longo de determinado período de tempo.

<sup>27</sup> Esta categorização, que é proposta pela ICMA, é seguida de forma consensual pela literatura, agências de rating e emitentes mais relevantes no contexto da emissão de *green bonds*. Neste sentido, veja-se, ICMA, *GBP Principles*, cit., 6.

<sup>28</sup> Climate Bonds Initiative, *Eligible Debt Instruments*, disponível em: <https://www.climatebonds.net/certification/eligible-instruments>

<sup>29</sup> United National Development Programme, *Green Bonds*. <http://www.undp.org/content/sdfinance/en/home/solutions/green-bonds.html>

Nos últimos anos, os mercados de capitais têm assistido a recorrentes emissões deste tipo específico de *green bonds*, entre as quais a emissão pela GDF Suez de €2,5 mil milhões<sup>30</sup>, ou a emissão pelo BEI referida supra.

### **3.2. Green use of proceeds revenue bonds**

Os *green use of proceeds revenue bonds* caracterizam-se por não conferirem aos seus obrigacionistas direito de regresso contra o emitente (*non-recourse*), motivo pelo qual os investidores estarão expostos às fontes de receita (nomeadamente taxas ou contribuições) dadas em garantia. Também aqui o valor da emissão será alocado a investimentos em projetos qualificados como elegíveis segundo os critérios divulgados na documentação da emissão<sup>31</sup>.

Na configuração que lhe é própria, o valor da emissão será tipicamente objeto de segregação patrimonial numa subconta, ou portfolio autónomo, ou de outra forma monitorizado de perto pelo emitente, com vista ao seu posterior investimento pelo emitente em projetos com impacto ambiental elegíveis. O facto de este particular tipo de *green bonds* não conferir, por norma, aos obrigacionistas direito de regresso sobre o emitente, confere particular relevância à solidez jurídica da segregação patrimonial entre as fontes de receita predeterminadas que colateralizam a emissão e o restante património do emitente, em particular num contexto insolvencial. Refira-se que assegurar a adequada implementação de segregação patrimonial suscita maiores desafios jurídicos em jurisdições que

<sup>30</sup> A emissão pela GDF Suez foi amplamente divulgada, designadamente através dos seguintes endereços: <https://www.reuters.com/article/us-bonds-green/green-bond-issuance-booming-but-standards-are-unclear-idUSKBN0KZ20T20150126> e <https://www.engie.com/en/journalists/press-releases/gdf-suez-successfully-largest-green-bond/>

<sup>31</sup> A ICMA avança a seguinte definição: “a non-recourse-to-the-issuer debt obligation aligned with the GBP in which the credit exposure in the bond is to the pledged cash flows of the revenue streams, fees, taxes etc., and whose use of proceeds go to related or unrelated Green Project(s)”. Cfr., para este efeito, ICMA, *Green Bond Principles*, cit., 8.

não consagram a figura, de origem anglo-saxónica, do *trust*<sup>32</sup>. Por outro lado, na ausência de uma disposição legal que consagre, até à maturidade da emissão, o princípio da segregação dos créditos face ao restante património do emitente<sup>33</sup>, impedir a sua integração na massa insolvente revelar-se-ia particularmente difícil, assim contribuindo para, potencialmente, reduzir a solidez jurídica das referidas garantias da emissão. Ao mesmo tempo, também não é de somenos importância na aferição da solidez das garantias da emissão, incluindo no contexto insolvencial, a constituição de direitos reais de garantia sobre as referidas receitas. Em face do exposto, é possível reconduzir esta subcategoria de *green bonds* aos seguintes traços fundamentais: (i) à alocação do valor da emissão a projetos com impacto ambiental; e (ii) ao facto de as fontes de receita específicas dos emitentes serem dadas em garantia do cumprimento do plano de pagamento previsto na documentação da emissão.

A título exemplificativo, veja-se a emissão pelo Estado do Iowa no valor de 321,5 milhões USD, com rating de AAA, garantido pelas tarifas cobradas pelo emitente pelo consumo de água naquele Estado dos EUA<sup>34</sup>.

<sup>32</sup> Sobre a relação do instituto jurídico do *trust* com o direito português, cfr. Diogo L. Campos/Maria J. Vaz Tomé, *A Propriedade Fiduciária (Trust) – Estudo para a consagração no Direito Português*, Almedina: Coimbra (1999).

<sup>33</sup> A título exemplificativo de uma disposição que estabelece que determinada parte do património de uma sociedade é segregada do restante património e, como tal, excluída da respetiva massa insolvente (pelo menos até ao integral pagamento dos montantes devidos aos obrigacionistas), destacaríamos o princípio da segregação previsto no artigo 62.º do Regime Jurídico da Titularização de Créditos, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 453/99, de 5 de novembro, na versão atualmente em vigor, nos termos do qual “[o]s créditos, fluxos financeiros, direitos e obrigações afetos ao reembolso de uma emissão de obrigações titularizadas, [...] constituem um património autónomo, não respondendo por quaisquer dívidas da sociedade de titularização de créditos até ao pagamento integral dos montantes devidos aos titulares das obrigações titularizadas”.

<sup>34</sup> O comunicado de imprensa intitulado *Iowa Finance Authority to Issue Approximately \$323,460,000 in Iowa Finance Authority State Revolving Fund (SRF) Revenue Bonds (Green Bonds)*, publicado a 28 de janeiro de 2015 pelo Estado do Iowa, ao longo do qual são elencados os principais elementos desta emissão, encontra-se disponível através do seguinte endereço: [http://www.iowasrf.com/file.cfm/media/news/Bonds1\\_C7EA6E42C838F.pdf](http://www.iowasrf.com/file.cfm/media/news/Bonds1_C7EA6E42C838F.pdf)

### 3.3. Green project bonds

Nesta subcategoria de *green bonds*, o valor da emissão é alocado a determinado projeto específico, identificado na própria documentação da emissão, e ao qual o investidor estará diretamente exposto.

Aqui, contrariamente aliás ao que sucede com os *green use of proceeds bonds*, o valor da emissão será estritamente adstrito (*ring-fenced*) ao projeto com impacto ambiental anunciado e, por outra parte, por norma o direito de regresso dos investidores incidirá apenas sobre os ativos do projeto subjacente e o correspondente balanço<sup>35</sup>. Com o intuito de materializar a referida limitação de responsabilidade, a emissão de *green project bonds* é geralmente realizada por entidades com objeto específico (*special purpose vehicles*), especificamente constituídos para o efeito. Perante este enquadramento, caberá a tal veículo o desenvolvimento do projeto – aqui se incluindo a celebração de um alargado espectro de contratos, incluindo contratos de operação e manutenção e contratos de conceção, projeto e construção – e, em paralelo, a emissão dos *green project bonds* que visarão assegurar o seu financiamento.

Serve de exemplo deste tipo específico de *green bonds* a emissão a 28 anos realizada pela empresa MidAmerican Energy Holdings, para financiar a construção de uma central de energia solar na Califórnia<sup>36</sup>.

<sup>35</sup> Também aqui reveste utilidade a definição formulada pela ICMA: “a project bond for a single or multiple Green Project(s) for which the investor has direct exposure to the risk of the project(s) with or without potential recourse to the issuer, and that is aligned with the GBP”. Cfr. ICMA, *Green Bond Principles*, cit., 8.

<sup>36</sup> O valor da emissão de *green bonds* correspondeu a 850 milhões de USD e contribuiu para financiar a central de energia solar Topaz, na Califórnia, num projeto avaliado em 2,4 mil milhões de USD. Informação adicional sobre a emissão encontra-se disponível através dos seguintes endereços: <https://data.bloomberglp.com/bnef/sites/4/2014/06/2014-06-02-Green-bonds-market-outlook-2014.pdf> e <https://www.cnn.com/2015/10/08/5-star-bond-fund-with-a-green-heart-and-even-greener-profits.html>

### 3.4. Green securitised bonds

A emissão deste último subtipo de *green bonds* realiza-se através de operações de titularização de créditos garantidas por um ou vários direitos de crédito de natureza pecuniária que incidam sobre um conjunto de projetos “verdes” com características semelhantes<sup>37/38</sup>.

Na verdade, uma securitização de *green bonds* pode assumir várias configurações possíveis: (i) *green collateral securitisation*, na qual o portfólio cedido e titularizado é composto por um conjunto de créditos similares (neste caso, créditos resultantes de operações de financiamento a projetos verdes ou financiamento para uma utilização de cariz ambiental); (ii) *green proceeds securitisation*, caracterizada pelo facto de o valor da emissão ser segregado (*ring-fenced*) e utilizado para financiar projetos com impacto ambiental; e (iii) *green capital securitisation*, tratando-se de operações de securitizações para libertação de capital, no qual o originador utiliza o capital libertado com a cessão de créditos na origem da securitização no investimento em projetos de cariz ambiental<sup>39</sup>. Cumpre sublinhar que, no caso específico das *green proceeds securitisation* e da *green capital securitisation*, o portfólio cedido não tem de ser composto por créditos relacionados com projetos de cariz ambiental.

Em 2014, a Toyota<sup>40</sup> tornou-se no primeiro produtor automóvel a emitir *green securitised bonds* com a titularização de um portfólio de crédito automóvel no valor total de 1,75 mil milhões de USD.

<sup>37</sup> A ICMA avança a seguinte definição de *green securitised bonds*: “a bond collateralised by one or more specific Green Project(s), including but not limited to covered bonds, ABS, MBS, and other structures; and aligned with the GBP. The first source of repayment is generally the cash flows of the assets”. Cfr. ICMA, *Green Bond Principles*, cit., 8.

<sup>38</sup> Para uma interessante análise do potencial das securitizações, em particular no que toca ao fomento de projetos de menor dimensão com impacto ambiental, veja-se: Climate Bonds Initiative, *Green Securitisation: unlocking finance for small-scale low carbon projects* (2017). [https://www.climatebonds.net/files/files/March17\\_CBI\\_Briefing\\_Green\\_Securisation.pdf](https://www.climatebonds.net/files/files/March17_CBI_Briefing_Green_Securisation.pdf)

<sup>39</sup> Clifford Chance, *Greening the Financial System* (2017), 47.

<sup>40</sup> Bloomberg New Energy Finance, *Green bonds market outlook 2014*, 5 de junho de 2014, disponível em: <https://about.bnef.com/blog/green-bonds-market-outlook-2014/> e Citi *Underwrites Auto Industry’s First-Ever Asset-Backed Green Bond for Toyota Financial Services*, de 24 de março de 2014, disponível em: <http://www.citigroup.com/citi/news/2014/140324b.htm>



A documentação da emissão desta operação de titularização de créditos incluía o compromisso pela Toyota de segregar os montantes obtidos no contexto desta *green proceeds securitisation*, que seriam posteriormente utilizados em operações de locação financeira ou de empréstimos para a aquisição de veículos elétricos e híbridos da Toyota.

Já na titularização de créditos realizada pela SolarCity em 2013<sup>41</sup> foram emitidas obrigações garantidas pelos créditos resultantes de vários contratos de locação de painéis solares. Esta operação permitiu à SolarCity angariar capital “fresco” e lançar a próxima vaga de investimentos justamente neste setor.

Para além das quatro abordagens para a emissão de *green bonds* aqui descritas, a sua emissão pode assumir múltiplas formas, designadamente *covered bonds*, *convertible bonds* ou papel comercial.

## 4. A certificação: algumas das abordagens possíveis

### 4.1. Certificação externa

Na ausência de uma definição consensual do que constitui uma utilização de recursos benéfica para o meio ambiente, diferentes padrões têm surgido para controlar a avaliação realizada pelos emittentes e também para assegurar a utilização de fundos para a finalidade divulgada no momento da emissão. Nesta linha, a própria ICMA recomenda que emittentes recorram a certificação externa de forma a confirmar o efetivo alinhamento com os GBP<sup>42</sup>.

Para este efeito, e para além da certificação naturalmente levada a cabo em primeira linha pelo próprio emittente, diversas organizações começaram a conferir certificações, assim indicando adesão a uma particular definição de *green bond*. Na perspetiva dos

<sup>41</sup> Climate Bonds Initiative, *This week's \$54.4m, BBB+, 13yr solar rooftop lease securitization bond was a ground-breaking success*, de 16 de novembro de 2013, disponível em: <https://www.climatebonds.net/2014/05/week%E2%80%99s-544m-bbb-13yr-solar-rooftop-lease-securitization-bond-was-ground-breaking>

<sup>42</sup> ICMA, *Green Bond Principles*, cit., 6.

emitentes, o recurso a uma certificação externa apresenta o benefício de fomentar a confiança do mercado e constitui mesmo um sinal de boa-fé. Na perspectiva dos investidores, o recurso à certificação externa tem por efeito alinhar os incentivos de potenciais investidores, ao facilitar a identificação de potenciais investimentos.

Cumpra destacar o fundamental papel desempenhado pela CBI na certificação (*label*) de determinada emissão como “verde”, numa análise de matriz essencialmente binária. Uma vez atribuída tal certificação a determinada emissão, a CBI inclui-a numa lista de *green bonds* certificados<sup>43</sup>. Assim, ao passo que os GBP são bastante genéricos, a certificação conferida pela CBI (*Climate Bonds Standard*) estabelece os critérios de elegibilidade específicos para diferentes setores. Contudo, a abordagem de verificação menos sistematizada, taxativa e formalista adotada pelo CBI traduz-se, por sua vez, em relatórios de verificação que podem assumir formatos bastante díspares<sup>44</sup>.

Os sistemas de avaliação têm evoluído de forma a permitir uma maior granularidade e continuidade de análise. A este respeito, para além dos índices a seguir abordados, refira-se o trabalho da organização CICERO, atualmente uma das mais destacadas entidades certificadoras, cuja análise passa por determinar a aderência do investimento “verde” a vários quadrantes ou padrões resultantes da sua visão a longo prazo em matéria ambiental<sup>45</sup>.

## 4.2. O papel das agências de rating e a utilização de índices

O papel desempenhado pelas agências de rating é reforçado no caso específico de indústrias ou setores em fase de afirmação, na

<sup>43</sup> A Climate Bonds Initiative disponibiliza a seguinte lista de todas as emissões de *green bonds* realizadas até à data: <https://www.climatebonds.net/cbi/pub/data/bonds>

<sup>44</sup> Para uma interessante exposição de três casos de estudo em que a disparidade dos relatórios de verificação apresentados foi particularmente patente, cfr. Paul Rose, *Certifying the “Climate” in Climate Bonds*, *Legal Studies Working Paper Series*, no. 458, 4 de setembro de 2018, disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3243867](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3243867)

<sup>45</sup> Toresten Ehlers/Frank Packer, *Green Bond finance and certification*, *BIS Quarterly Review*, setembro de 2017, 94.

medida em que contribuem para reduzir a assimetria de informação sentida pelos investidores e para suprir a carência de informação disponível em tais setores<sup>46</sup>, tipicamente tida como sinónimo de um maior risco de investimento. Deste modo, ao contribuir para aumentar o volume e qualidade de informação disponibilizado aos investidores, as agências de rating contribuem, por um lado, para um crescente recurso à emissão de *green bonds* e, por outro lado, para permitir uma mais fácil monitorização de preços e para dar confiança aos investidores<sup>47/48</sup>.

Com o crescimento do mercado dos *green bonds*, a utilização de índices tem permitido quebrar barreiras impostas por uma fraca perceção dos riscos e da dificuldade em comparar e monitorizar a performance de diferentes projetos “verdes”<sup>49</sup>. A função principal dos índices passa por avaliar a performance de determinado *green bonds* com recurso a uma metodologia publicamente disponível, assim contribuindo para a formulação de uma decisão de investimento informada.

Pretende-se, deste modo, dar resposta à necessidade sentida pelo setor de adotar uma abordagem focada na certificação da *performance* dos *green bonds*, designadamente para permitir a sua

<sup>46</sup> Solveig Glomsrød / Taoyuan Wei, Business as UNusual: The implications of fossil divestment and green bonds for financial flows, economic growth and energy market, CICERO, Working Paper, fevereiro de 2016, 9. Cfr. Stephen K. Park, Investors as Regulators: green bonds and the challenges of the sustainable finance revolution, 54 *Stand J Int'l L* (2018), 26, que refere o papel dos índices na regulação pela informação (*informational regulation*) como um mecanismo de influenciar os comportamentos de mercado.

<sup>47</sup> Nações Unidas, *Trends in private sector climate finance. climate summit.*, 9 de outubro de 2015, 30, disponível em: <http://www.un.org/climatechange/wp-content/uploads/2015/10/SG-TRENDS-PRIVATE-SECTOR-CLIMATE-FINANCE-AW-HI-RES-WEB1.pdf>

<sup>48</sup> Em todo o caso, a atuação das agências de notação financeira não tem sido isenta de críticas, nomeadamente pela eventual existência de conflito de interesses decorrente do facto de serem financiadas pelos próprios emitentes. Neste sentido, veja-se designadamente Rushe, D., *Credit Agencies Dropping Claims That They are 'Independent'*, *Harvard Finds*, *The Guardian*, 9 de abril de 2015, disponível em: <https://www.theguardian.com/business/2015/apr/09/credit-agencies-rejecting-claims-independent-harvard>

<sup>49</sup> ICMA, *Summary of Green Fixed Income Indices Providers*, junho de 2017, 5, disponível em: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Green-Bond-Indices-Summary-Document-190617.pdf>

comparação com obrigações “convencionais”<sup>50</sup>. A evolução de um sistema binário, centrado na certificação de determinada obrigação como “verde”, para um sistema assente num *rating* cada vez mais detalhado e análogo ao *rating* de crédito visa ir ao encontro de tal preocupação<sup>51</sup>.

Ao mesmo tempo que asseguram alinhamento com os GBP, cada índice recorre a uma metodologia própria, avaliando aspetos adicionais como liquidez e dimensão da emissão<sup>52</sup>. A Moody’s e a S&P têm sido as agências de notação financeira mais ativas na avaliação de *green bonds*. Com efeito, a Moody’s desenvolveu os *Green Bond Assessment* pela Moody’s, uma opinião da probabilidade de o valor da emissão ser efetivamente alocado a projetos “verdes” e uma avaliação da correspondente performance, a qual será objeto de atualização periódica. Com a emissão de tais opiniões, contribui para a aumentar a competitividade do mercado dos *green bonds* ao esclarecer os investidores quanto a que projetos produzirão o maior impacto ambiental<sup>53</sup>.

Outros índices têm assumido particular destaque, entre os quais sublinhamos: (i) o *Bloomberg MSCI Barclays Green Bond Index*, (ii) o *BAML Green Bond Index*, (iii) o *S&P Green Bond Index*; (iv) o *Solactive Green Bond Index*; (v) o *ChinaBond China Green Bond Index* e (vi) o *ChinaBond China Green Bond Select Index*<sup>54</sup>. A par das vantagens que vêm sendo apontadas ao envolvimento de agências de *rating*, merece igualmente destaque o estatuto privilegiado de verificação que lhes é conferido<sup>55</sup>. Ao mesmo tempo, o facto de a

<sup>50</sup> Patrick Reed /Todd Cort/Logan Yonavjak, *Data-driven green bond ratings as a market catalyst*, *Journal of Investing* (2017), 2.

<sup>51</sup> *Ibidem*, 9.

<sup>52</sup> Toresten Ehlers/Frank Packer, *cit.*, 94.

<sup>53</sup> Luke Trompeter, *Green Greed is good: how green bonds cultivated into Wall Street’s environmental paradox*, 17 *JSDLP* (2017), 8.

<sup>54</sup> Para uma súmula dos índices de *green bonds* disponíveis e um resumo do seu funcionamento e metodologia, veja-se: ICMA, *Summary of Green Fixed Income Indices Providers*, junho de 2017.

<sup>55</sup> Tal estatuto privilegiado, com potencial oligopolista, tem suscitado diferentes reações. No sentido de considerar que as agências de *rating* acrescentam muito pouco valor informativo, cfr. Frank Partnoy, *What’s (still) wrong with credit ratings*, 97 *Wash L Rev* (2017), 1411.

maioria das agências de rating ser contratada a expensas do emittente, é suscetível de dar origem a uma situação de conflito de interesses, na medida em que a agência de rating terá incentivos para procurar reter o emittente com uma abordagem mais benevolente na atribuição de ratings<sup>56</sup>. Os temas associados à relação de agência<sup>57</sup> que subjaz à intervenção de uma agência de rating estão longe de ser novos – embora se coloquem com renovada pertinência no contexto vertente – e deverão ser enquadrados à luz do quadro legal aplicável, que tem progressivamente designadamente<sup>58</sup>.

## 5. Principais desafios

### 5.1. Riscos de utilização abusiva (*greenwashing*)

Uma vez que a característica verdadeiramente diferenciadora dos *green bonds* reside na alocação do capital angariado (ainda que indiretamente, como no caso de uma *green capital securitisation*), é compreensível que os principais receios por partes dos investidores passem pela sua utilização para fim diferente do constante da documentação de emissão. É comum referir à prática de apelidar ou certificar uma emissão como sendo “verde” no momento da emissão e posteriormente usar o capital para finalidade com impacto ambiental diferente da publicitada, ou anunciar determinado projeto como sendo “verde” quando, na verdade, tal projeto tem um impacto questionável ou nocivo para o meio ambiente, como *greenwashing*.

A prática de *greenwashing* representa provavelmente o mais significativo risco reputacional no recurso à emissão de *green bonds*,

<sup>56</sup> US Securities & Exchange Commission, *Annual Report Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, dezembro de 2017, disponível em: [www.sec.gov/ocr/reportspubs/annual-reports/2017-annual-report-on-nrsros.pdf](http://www.sec.gov/ocr/reportspubs/annual-reports/2017-annual-report-on-nrsros.pdf)

<sup>57</sup> Embora, em bom rigor, a verdadeira relação de agência se estabeleça relativamente ao próprio obrigacionista (e não tanto em relação ao emittente), visto que suportarão as consequências de uma análise menos rigorosa. Nesta linha, cfr. Paul Rose, cit., 16.

<sup>58</sup> Ao nível da UE, destaca-se o Regulamento (UE) n.º 462/2013 de 21 de maio de 2013, que altera o Regulamento (CE) n.º 1060/2009 relativo às agências de notação de risco.

na perspectiva dos emitentes e da perspectiva dos próprios subscritores. No caso específico dos subscritores, a realização de um investimento em projetos sem benefícios de cariz ambiental, em contradição expressa com a informação eventualmente disponibilizada no correspondente plano de negócios e política de investimentos, certamente não contribuiria em sentido favorável para a apreciação por parte dos acionistas da atuação dos órgãos de administração da sociedade com competência de gestão. Por outro lado, evitar situações de *greenwashing* torna-se particularmente premente em jurisdições em que as emissões de *green bonds* beneficiem de isenções fiscais.

A utilização de carvão limpo (*clean coal*) constitui um dos exemplos mais ilustrativos de uma prática apresentada como “verde”, mas cujos benefícios para o meio ambiente têm sido repetidamente colocados em causa<sup>59</sup>.

Neste quadro, a emissão de *green bonds* em cumprimento das orientações padrão (ainda que voluntárias, como sucede com os GBP, e oriundas de uma associada privada, como é o caso da ICMA) é visto pelos próprios subscritores como uma importante forma de contribuir para evitar que a prática de *greenwashing* dilua o mercado de emissão de *green bonds*. Especialmente significativo é o dever de assegurar transparência na divulgação da utilização do valor da emissão (*use of proceeds*) e que o reporte regular de informações aos investidores se mantenha e acompanhe a maturidade do valor mobiliário em causa e, ainda, do próprio investimento com impacto ambiental realizado. Desta forma, ao monitorizar o projeto verde financiado, pretende-se colmatar as assimetrias de informação existentes, particularmente sentidas por se encontrar em causa bens cuja qualidade os investidores não se encontram em posição de julgar adequadamente antes ou no momento da sua aquisição (*credence goods*)<sup>60</sup>.

<sup>59</sup> Fred Pearce, *Greenwash: Why 'Clean Coal' is the Ultimate Climate Change Oxymoron*, The Guardian, 26 de fevereiro de 2006, disponível em: <https://www.theguardian.com/environment/2009/feb/26/greenwash-clean-coal>

<sup>60</sup> Reed/Cort/Yonavjak, cit., 3, onde são, por sua vez, citados: Jill McCluskey, and others. *A Game Theoretic Approach to Organic Foods: An Analysis of Asymmetric Information*

## 5.2. Emissão por *brown companies*

O aparecimento das primeiras emissões de *green bonds* lançou também o debate sobre o seu âmbito subjetivo. Neste particular, tem merecido especial atenção a discussão em torno da emissão por entidades cuja atividade principal não seja considerada sustentável de um ponto de vista ambiental, designadamente empresas que operem no setor dos combustíveis fósseis (*brown companies*). Em síntese, está em causa determinar se a emissão de (*rectius*, a qualificação como) *green bonds* deverá ser vedada às *brown companies* por causa do setor de atividade em que a sua atividade principal se insere.

A emissão em 2017 de *green bonds* no montante de EUR 500 milhões pela Repsol<sup>61</sup>, uma petrolífera espanhola, é particularmente ilustrativa deste dilema, tendo atraído considerável atenção e relançado o debate sobre o envolvimento de *brown companies*<sup>62</sup>. É compreensível que a emissão por parte de uma empresa petrolífera de *green bonds* possa ser vista como encerrando uma contradição inerente, ainda que o correspondente valor emitido seja destinado a projetos de cariz ambiental (*in casu*, projetos de energias renováveis com vista à redução de emissões de gases com efeitos estufa). De qualquer dos modos, a alocação do valor da emissão no investimento em projetos de cariz ambiental, ainda que realizada por uma *brown company*, terá um impacto favorável para o meio

*and Policy*, 29 Agric. Econ. Res. Rev. (2000), 1-9 e Uwe Dulleck/Rodolf Kerschbamer, *On Doctors, Mechanics, and Computer Specialists: The Economics of Credence Goods*, 44 JEL (2006), 5–42.

<sup>61</sup> Climate Bonds Initiative, *An oil & gas bond we knew would come eventually: Repsol: Good on GBPs, not so sure on green credentials*, maio 2017, disponível em: <https://www.climatebonds.net/2017/05/oil-gas-bond-we-knew-would-come-eventually-repsol-good-gbps-not-so-sure-green-credentials>

<sup>62</sup> World Energy News, *Repsol Markets Corporate Green Bond*, 9 de maio de 2017, disponível em: <https://www.worldenergynews.com/news/repsol-markets-corporate-green-bond-660545> e Bloomberg, *First Green Bonds Sold by an Oil Giant Find Willing Investors*, 22 de maio de 2017, disponível em: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-05-22/first-green-bonds-sold-by-an-oil-giant-find-willing-investors>

ambiente, pelo menos se individualmente considerada e retirada do contexto no qual tal empresa opera.

Neste particular, deverá considerar-se a pura e simples exclusão do recurso pelas *brown companies* à emissão de *green bonds* como uma solução não adequada e desproporcional por várias ordens de razões<sup>63/64</sup>. Com efeito, partindo do facto de os vários setores de produção energética constituírem uma importante fonte de emissões<sup>65</sup>, compreende-se que promover a sua transição energética constitua um imperativo de política ambiental. Por outro lado, reconhecendo a legitimidade às reservas suscitadas pelo recurso por *brown companies* a este mecanismo de emissão de dívida, concluímos que o dever de divulgação concretizado numa divulgação da utilização de recursos (*use of proceeds*) e do rigoroso cumprimento do dever de reporte periódico, aplicável pelo menos até à maturidade de tal instrumento financeiro, é particularmente fundamental sempre que esteja em causa este tipo de emitentes. Aqui, a principal preocupação passa por assegurar que a totalidade do valor da emissão obtido através da emissão deste valor mobiliário é alocado exclusivamente a projetos de cariz ambiental e não são utilizados para outras finalidades, como sejam finalidades gerais de tesouraria. Apenas assegurando que o valor deste modo angariado chega “intocado” aos projetos “verdes” a que se destina será adequado enquadrar tal emissão de dívida como uma emissão de *green bonds*. Numa palavra, a utilização dos proveitos da emissão é significativamente mais relevante

<sup>63</sup> Contra a exclusão *tout court* das empresas do setor das energias fósseis, apelando à necessidade de os modelos de taxonomia adotados promover a transição também em setores mais poluentes, cfr. Governo do Canadá, Groupe d’Experts sur la Finance Durable, *Mobiliser la finance pour une croissance durable: rapport final* (2019), 30 ss., disponível em: [http://publications.gc.ca/collections/collection\\_2019/eccc/En4-350-2-2019-fra.pdf](http://publications.gc.ca/collections/collection_2019/eccc/En4-350-2-2019-fra.pdf)

<sup>64</sup> Neste sentido, cfr. Manuel Adamini/Sean Flannery / Toby Heaps / Eloy Lindeijer, *Time to invite brown corporates to the green bond party*, abril de 2019, disponível em: <https://www.climatebonds.net/2019/04/time-invite-brown-corporates-green-bond-party-%E2%80%93-special-post-blog-subscribers>

<sup>65</sup> Oilprice, *Repsol Completes Massive Issue Of Green Bonds*, 22 de maio de 2017, disponível em: <https://oilprice.com/Latest-Energy-News/World-News/Repsol-Completes-Massive-Issue-Of-Green-Bonds.html>



para a caracterização como *green bonds* do que o historial do emittente em questões ambientais.

Em todo o caso, apenas rodeando uma emissão por parte de uma *brown company* de tais cautelas será possível evitar situações de utilização abusiva deste instrumento financeiro, ao mesmo tempo que é assegurado o seu envolvimento no combate às alterações climáticas.

### 5.3. Vinculatividade dos compromissos ambientais

Uma vez anunciada a afetação de receita na documentação da emissão, coloca-se a questão de apurar as consequências em caso de incumprimento. Ao contrário do que sucede com os contratos de financiamento com impacto ambiental, até ao momento os emittentes têm, de uma forma geral, evitado conferir natureza vinculativa aos compromissos de utilização do valor da emissão, designadamente incluindo-os no elenco de declarações e garantias das emissões. Esta abordagem constitui um resultado insatisfatório para investidores – por considerarem revelador da ausência de um compromisso suficientemente credível –, bem como para os próprios reguladores (no caso de ofertas de valores mobiliários às quais seja aplicável o dever de elaboração de um prospeto, nos termos do Regulamento dos Prospetos<sup>66</sup>) – que consideram que a informação relevante para efeitos de uma oferta pública deverá necessariamente ser incluída no prospeto relevante<sup>67</sup>. Em contraste, a sua inclusão na lista de declarações e garantias transmite ao mercado um forte compromisso para com os objetivos de afetação de receita avançados aos investidores, em particular visto que o seu incumprimento passa a ter associada a aplicação das sanções contratuais. De entre as consequências contratuais possíveis, sublinhe-se a possibilidade de os obrigacionistas poderem declarar (ou o próprio representante

<sup>66</sup> Regulamento (UE) 2017/1129, de 14 de junho de 2017.

<sup>67</sup> Hugues B. Dumas/Bénédicte François/Anne-Catherine Muller, *Finance durable et droit: perspectives comparées*, IRJS Editions (2020), 23.

comum dos obrigacionistas, em seu nome) o vencimento antecipado do capital em dívida.

Na mesma linha, também a configuração de uma situação de incumprimento dos vários deveres aos quais o emitente se comprometa de forma a assegurar uma adequada afetação da receita da emissão de *green bonds* (como seja o de reporte regular, condição essencial para permitir aos investidores monitorizarem a utilização dos investimentos realizados) como constituindo incumprimento (*event of default*) da emissão, tem sido particularmente rara.

A resistência dos emitentes à vinculatividade e à fixação de consequências em caso de incumprimento dos compromissos de cariz ambiental divulgados ao mercado tem como pano de fundo uma quase total ausência de regulamentação específica aplicável.

Refira-se que a adequada divulgação das características próprias de uma emissão de *green bonds* implica – no caso de ofertas de valores mobiliários sujeitas ao dever de elaboração de um prospeto – a sua inclusão no prospeto, designadamente nas secções de fatores de risco, condições finais da emissão e na secção autónoma com indicação da afetação de receitas. Nestes termos, tem também sido possível adaptar programas em curso, designadamente programas de dívida de médio prazo (*medium term notes*), com aprovação de uma adenda ao prospeto.

Sem prejuízo das vantagens da inclusão de informação nos prospectos sobre os compromissos ambientais, tem sido apontada a clara dificuldade sentida pelos investidores, perante a linguagem vaga usualmente inserida nos prospectos, em demonstrar a existência de um dano suscetível de indemnização<sup>68</sup>. Por seu turno, a referida dificuldade acresce, na ausência de um quadro legal aplicável, no caso de emissões particulares (i.e., não sujeitas não sujeitas à obrigação de divulgação de prospeto, nos termos do Regulamento dos Prospectos).

<sup>68</sup> Ivar Ekeland/Julien Lefournier, *L'obligation verte : homéopathie ou incantation?*, *Les Cahiers de la Chaire Finance & Développement Durable*, working paper n.º 79, maio de 2019, 10.

Já o Regulamento sobre pacotes de produtos de investimento de retalho e de produtos de investimento com base em seguros (“PRIIPS”)<sup>69</sup> reconhece a crescente preocupação dos investidores com objetivos de cariz ambiental, a par da obtenção de rendimentos financeiros, regulando especificamente a indicação, se aplicável, dos “objetivos ambientais ou sociais específicos visados pelo produto”<sup>70</sup> como uma das informações a incluir no documento de informação fundamental. Adicionalmente, aí se habilita a Comissão Europeia a adotar os atos delegados necessários que “especifiquem os detalhes dos procedimentos utilizados para determinar se um PRIIP visa objetivos ambientais ou sociais específicos”<sup>71</sup>.

#### 5.4. Outros desafios

Aos desafios mencionados, assentes sobretudo nas dificuldades sentidas ao nível da definição deste instrumento financeiro, somam-se desafios de outra natureza.

A variedade de abordagens na certificação, bem como a dimensão internacional do mercado de capitais, contribui para promover um maior risco de cada emitente opte pela abordagem que lhe for mais favorável (*regulatory arbitrage*)<sup>72</sup>. Encontrar resposta para os desafios abordados será determinante para o desenvolvimento deste instrumento e para acautelar o risco de *greenwashing*.

Por outro lado, demonstrar as vantagens decorrentes do recurso ao mercado de *green bonds* a potenciais emitentes que efetivamente disponham de um portfolio de projetos “verdes” adequados também

<sup>69</sup> Regulamento (UE) n.º 1286/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de novembro de 2014, sobre os documentos de informação fundamental para pacotes de produtos de investimento de retalho e de produtos de investimento com base em seguros (“Regulamento PRIIPs”).

<sup>70</sup> Artigo 8.º/3, c), ii) do Regulamento PRIIPs.

<sup>71</sup> Artigo 8.º/4 do Regulamento PRIIPs.

<sup>72</sup> Kenneth W. Abbott/Duncan Snidal, *Strengthening International Regulation Through Transnational New Governance: Overcoming the Orchestration Deficit*, 42 Vanderbilt J. Transant'l L (2009), 551.

requer tempo para levar a cabo aquele que pode ser um longo processo de sensibilização. A existência de um volume de emissões com sucesso, em particular na jurisdição de tal emitente, certamente contribuirá para acelerar este processo.

À semelhança de outros domínios associados à inovação financeira, o desenvolvimento inicial do mercado da emissão de *green bonds* teve lugar ao abrigo de um regime de governo privado (*private governance*)<sup>73</sup> e não sob a égide de diplomas jurídicos. Com efeito, cumpre referir que a entidade com o papel central no estabelecimento do padrão neste domínio, a ICMA, é uma entidade privada, uma associação comercial que agrega os principais intervenientes no sistema financeiro e cuja intervenção a este nível surge como uma resposta do setor privado à inexistência de uma definição legal ou regulamentar do que constituem *green bonds*. O alargamento do volume de emissões de *green bonds* e a consequente maior atenção mediática deste instrumento financeiro, combinado com um eventual tratamento fiscal favorável deste instrumento financeiro, poderão representar incentivos suficientes para a adoção de uma definição legal. Por outro lado, a própria seleção da abordagem legislativa mais adequada também suscita bastantes questões, visto que a articulação entre a legislação e os existentes mecanismos de *private governance* da emissão de *green bonds* pode assumir diversas configurações<sup>74</sup>, podendo passar pelo estabelecimento de um mínimo denominador comum de cumprimento obrigatório, ou integrar os atuais mecanismos de governo privado no próprio processo legislativo e na sua aplicação, por considerá-los instrumentais para atingir os objetivos estabelecidos pelo legislador.

<sup>73</sup> Hugues B. Dumas/Bénédicte François/Anne-Catherine Muller, cit., 15.

<sup>74</sup> Gráinne De Búrca/Joanne Scott, *Introduction: New Governance, Law and Constitutionalism em Law and New Governance in the EU and the US*, Parte 1, 8, coord. Gráinne De Búrca/Joanne Scott (2006), 6.

## 5.5. A resposta da UE: o EU Green Bond Standard

Com o objetivo de materializar alguns dos objetivos que seriam anunciados no *European Green Deal*<sup>75</sup> e, assim, dar resposta ao nível da UE à necessidade de promover a sustentabilidade ambiental através do mercado de capitais, a Comissão Europeia constituiu em junho de 2018 o *Technical Expert Group* (“TEG”). Entre as matérias analisadas, destacam-se o desenvolvimento de um sistema europeu de classificação de atividades económicas como sustentáveis de um ponto de vista ambiental (*EU taxonomy*) e o desenvolvimento de uma recomendação de *EU Green Bond Standard* (“EU GBS”).

Em junho de 2019, o TEG publicou o seu relatório final<sup>76</sup>, contendo uma recomendação de modelo para a qualificação de obrigações como “*EU Green Bonds*”, modelo esse objeto de densificação no correspondente guia de utilização publicado em março de 2020<sup>77</sup>.

O modelo de EU GBS consiste num padrão *voluntário*, que assenta nas melhores práticas de mercado – com destaque para os GBP – e assenta nas seguintes quatro componentes<sup>78</sup>:

- (i) Alinhamento da alocação de fundos (*use of proceeds*)<sup>79</sup> com a EU taxonomy – alocação, a título exclusivo, a projetos qualificados como “sustentáveis do ponto de vista ambiental”,

<sup>75</sup> Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, the European Green Deal, 11 de dezembro de 2019, disponível em: [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b828d165-1c22-11ea-8c1f-01aa75ed71a1.0002.02/DOC\\_1&format=PDF](https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b828d165-1c22-11ea-8c1f-01aa75ed71a1.0002.02/DOC_1&format=PDF)

<sup>76</sup> EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, *Report on EU Green Bond Standard*, junho de 2019, disponível em: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard_en.pdf)

<sup>77</sup> EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, *Usability Guide, EU Green Bond Standard*, março de 2020, disponível em: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-green-bond-standard-usability-guide\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-green-bond-standard-usability-guide_en.pdf)

<sup>78</sup> *Ibidem*, 34-39.

<sup>79</sup> Ao abrigo deste modelo, o foco incide sobre a alocação dos fundos, e não sobre a atividade principal do emitente. Este ponto é relevante no contexto abordado supra no Capítulo 5.2 (*Emissão por brown companies*).

- conforme definido em Regulamento da UE<sup>80</sup> dos proveitos da emissão;
- (ii) *Green Bond Framework* – preparação, por cada emitente, de um enquadramento (*Green Bond Framework*), ao abrigo do qual os *green bonds* são emitidos, devendo demonstrar o alinhamento voluntário com os EU GBS. Neste contexto, o emitente deverá demonstrar o cumprimento do ponto (i) supra, bem como descrever os projetos que serão financiados e os mecanismos de reporte aplicáveis;
  - (iii) Reporte de alocação e de impacto (*allocation and impact reporting*) – o reporte da alocação deverá ser, no mínimo, anual até à alocação integral dos fundos, sujeita a reporte adicional em caso de alguma alteração material, enquanto que o reporte de impacto deverá ocorrer pelo menos uma vez após a alocação integral dos proveitos da emissão, até à maturidade das obrigações; e
  - (iv) Verificação externa<sup>81</sup> – contratação de um verificador externo, que deverá, antes ou na data da emissão, realizar uma verificação inicial, seguida de outra verificação, após a alocação integral dos fundos.

<sup>80</sup> Ao abrigo do novo quadro legal, os seguintes objetivos constituem objetivos ambientais: (i) a mitigação das alterações climáticas; (ii) a adaptação às alterações climáticas; (iii) a utilização sustentável e proteção dos recursos hídricos e marinhos; (iv) a transição para uma economia circular; (v) a prevenção e o controlo da poluição; e (vi) a proteção e o restauro da biodiversidade e dos ecossistemas. Assim, para ser qualificado como “sustentável do ponto de vista ambiental”, um projeto deverá (A) contribuir substancialmente para um dos seis objetivos indicados, (B) não colocar em causa nenhum de tais objetivos, (C) cumprir as salvaguardas mínimas e cumprir os critérios técnicos de avaliação. Cfr. Regulamento (UE) 2020/852 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 18 de junho de 2020, relativo ao estabelecimento de um regime para a promoção do investimento sustentável, e que altera o Regulamento (UE) 2019/2088.

<sup>81</sup> Apesar da recomendação da TEG no sentido de concentrar na ESMA a competência para certificação das entidades verificadoras, até à aprovação de um quadro legal, a abordagem até então seguida continuará a vigorar. Cfr. EU TEG on Sustainable Finance, *Usability Guide, EU Green Bond Standard*, março de 2020, 27.

Apenas uma vez cumpridos os quatro componentes poderão os emitentes utilizar a denominação “EU Green Bond”, atribuindo-a a obrigações que venham a emitir. Por outro lado, EU Green Bonds apenas serão, por sua vez, fungíveis com obrigações qualificadas (ou requalificadas) como “EU Green Bonds”<sup>82</sup>.

A Comissão Europeia lançou em 2020 várias consultas públicas sobre a possibilidade de apresentar uma iniciativa legislativa para aprovação de um EU GBS<sup>83/84</sup>.

## 6. Perspetivas futuras

Aflorados alguns dos desafios à utilização generalizada dos *green bonds* no mercado de capitais, consideramos igualmente útil deixar algumas notas sobre as suas perspetivas futuras de evolução do respetivo mercado.

Em primeiro lugar, destacaríamos o alargamento do espetro de emitentes que recorrem a este instrumento, que compreende instituições internacionais e sociedades comerciais, aos quais se também juntam várias entidades na esfera do setor público, incluindo através da emissão de dívida soberana<sup>85</sup>. Neste particular, destacam-se, pela sua dimensão, as emissões de dívida soberana realizadas pelos seguintes Estados-Membros da União Europeia: França<sup>86</sup>,

<sup>82</sup> EU TEG on Sustainable Finance, *Usability Guide, EU Green Bond Standard*, março de 2020, 34.

<sup>83</sup> <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12447-EU-Standard-for-Green-Bond>

<sup>84</sup> [https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2020-eu-green-bond-standard\\_en](https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2020-eu-green-bond-standard_en)

<sup>85</sup> A CBI aponta um conjunto de motivos para o crescente envolvimento dos Estados soberanos, que incluem benefícios reputacionais, um alargamento da base de investidores e o potencial para capitalizar investimento pelo setor privado. Cfr. CBI, *Sovereign Green Bonds Briefing*, março de 2018, disponível em [https://www.climatebonds.net/files/files/Sovereign\\_Briefing2017.pdf](https://www.climatebonds.net/files/files/Sovereign_Briefing2017.pdf)

<sup>86</sup> Emissão pela República Francesa de *green bonds*, no montante global inicial de EUR 7 mil milhões, com maturidade de 22 anos. A presente emissão tem sido objeto de sucessivos aumentos do valor. Informação adicional, designadamente os significativos compromissos

Bélgica<sup>87</sup>, Irlanda<sup>88</sup>, Holanda<sup>89</sup> e Itália<sup>90</sup>. Em paralelo, as emissões de *green bonds* por entidades que integram a administração autónoma – desde municípios a estados (em estados federados) – tem-se revelado cada vez mais frequente, em particular de forma a permitir o investimento em infraestruturas<sup>91</sup>.

Outro fator suscetível de jogar um papel relevante na evolução da emissão de *green bonds* prende-se com o enquadramento regulamentar e tributário que lhe seja especificamente aplicável. Nesse sentido, o leque de incentivos possíveis é vasto e abarca medidas de diversa natureza, como sejam incentivos de natureza fiscal. Naturalmente que, conforme anteriormente referido, a concessão de incentivos fiscais torna particularmente sensível a necessidade de uma definição sólida de *green bonds*. Por este motivo, associar incentivos fiscais a uma lista taxativa de *green bonds* surge como uma abordagem possível com vista a travar o recurso abusivo a este instrumento financeiro. De entre os vários incentivos fiscais possíveis, refira-se, por um lado, a possibilidade de proceder ao paga-

de reporte assumidos, encontra-se disponível através do seguinte endereço: [http://www.aft.gouv.fr/articles/l-oat-verte\\_12845.html](http://www.aft.gouv.fr/articles/l-oat-verte_12845.html)

<sup>87</sup> Financial Times, *Belgium joins the ranks of green bond issuing countries*, 26 de fevereiro de 2018, disponível em: <https://www.ft.com/content/1f96c644-1b1c-11e8-956a-43db76e69936>

<sup>88</sup> Emissão em 2018, pela República da Irlanda, de *green bonds* no montante global de EUR 5 mil milhões – com uma emissão inicial de EUR 3 mil milhões, objeto de um aumento de EUR 2 mil milhões no ano seguinte –, com maturidade de 12 anos, destinando-se os respetivos proveitos à realização de investimentos nos setores da energia, transportes, resíduos e recursos naturais. Cfr. National Treasury Management Agency, Press Points - €2 billion syndicated tap of the Irish Sovereign Green Bond (ISGB), due 18th March 2031, 10 de outubro de 2019, disponível em: <https://www.ntma.ie/uploads/general/ISGB-EUR2bn-Mar-2031-Increase-Press-Points-FINAL.pdf>

<sup>89</sup> Informação adicional sobre a emissão de dívida soberana pelos Países Baixos, no valor inicial de 5,98 mil milhões de euros, encontra-se disponível através do seguinte endereço: <https://www.climatebonds.net/files/files/2019-05%20NL%20State%20of%20Netherlands.pdf>

<sup>90</sup> Emissão em 2021, pela República de Itália, de *green bonds* no montante global de EUR 8,5 mil milhões. Bloomberg, *Italy's Green Bond Demand Smashes Peers in Debut Offering*, março de 2021, disponível em: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-03-03/italy-goes-green-for-the-first-time-with-inaugural-bond-sale>

<sup>91</sup> OCDE, *Green Bonds: mobilising the debt capital markets for a low-carbon transition, policy perspectives*, abril de 2017, 3.



mento de juros devidos através da concessão aos obrigacionistas de créditos de natureza fiscal, e, por outro lado, a aplicação de uma isenção ou benefício fiscal aos rendimentos auferidos por obrigacionistas<sup>92</sup>. Os referidos estímulos fiscais inserem-se num extenso elenco de incentivos possíveis, dos quais destacamos também um tratamento prudencial mais favorável (designadamente a aplicação de requisitos de fundos próprios menos exigentes)<sup>93</sup>, com o objetivo de tornar este mercado mais atrativo em particular na perspetiva de investidores institucionais.

Assinala-se também o impacto das políticas ambientais, as quais se traduzem, cada vez mais, em regras vinculativas e que contribuem para expor a um maior escrutínio a política ambiental das próprias empresas. Neste particular, merece destaque o dever – que decorre da Diretiva 2014/95/UE<sup>94</sup>, de 22 de outubro de 2014 –, aplicável às “grandes empresas que sejam entidades de interesse público”, de incluir no respetivo relatório de gestão anual uma demonstração não financeira que inclua uma breve descrição das políticas seguidas pela empresa em matéria ambiental, o correspondente resultado e indicação do impacto atuais e previsíveis da sua atividade. Face a um quadro regulatório cada vez mais exigente em matérias ambientais, a adoção de uma política de investimento que inclua

<sup>92</sup> Clifford Chance, *Greening the financial system* (2017), 20; Climate Bonds Initiative, *Tax Incentives for Issuers and Investors*, disponível em: <https://www.climatebonds.net/policy/policy-areas/tax-incentives>

<sup>93</sup> As alterações ao tratamento prudencial aplicável poderiam designadamente seguir a linha do recente quadro legal aplicável às titularizações de créditos, aprovado pelo Regulamento (UE) 2017/2401 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 12 de dezembro de 2017, que altera o Regulamento (UE) 575/2013 relativo aos requisitos prudenciais para as instituições de crédito e para as empresas de investimento e pelo Regulamento (UE) 2017/2402 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 12 de dezembro de 2017, que estabelece um regime geral para a titularização e cria um regime específico para a titularização simples, transparente e padronizada.

<sup>94</sup> A referida diretiva já foi transposta nos vários Estados-membros, a qual, no caso de Portugal, deu-se com a aprovação do Decreto-Lei 89/2017, de 28 de julho.

objetivos de cariz ambiental servirá igualmente como mecanismo de cobertura contra riscos regulamentares de cariz ambiental<sup>95</sup>.

Por fim, a generalização da utilização da emissão de *green bonds* como um mecanismo de financiamento comum é pontuada por significativos desafios jurídicos. Desde a criação de um quadro legal específico, que consagre, pelo menos ao nível da UE, uma definição jurídica comum de *green bonds*, à aplicação do dever de assegurar a *qualidade da informação* incluída num prospeto <sup>96</sup> a toda a informação referente aos compromissos ambientais assumidos e à metodologia de avaliação e certificação proposta aos investidores, à generalização da vinculatividade dos compromissos ambientais também no contexto de ofertas particulares (e correspondente inclusão no elenco de situações de incumprimento que poderão levar ao vencimento antecipado das obrigações), sucedem-se as questões suscitadas. Em paralelo, sublinhe-se a importância do regime de responsabilidade aplicável às entidades certificadoras ou às próprias agências de rating, e, em concreto, a suscetibilidade de um incumprimento do dever de cuidado na prestação de serviços configurar responsabilidade civil, não apenas perante o emitente (com a qual ambas as entidades tipicamente estabeleceriam uma relação contratual), mas também perante os próprios obrigacionistas. Numa palavra, às questões resultantes da ausência de um quadro legal próprio, juntam-se as questões associadas à (in)certeza jurídica resultante da (eventual) vinculatividade dos compromissos ambientais assumidos por via contratual.

## 7. Considerações finais

Nos últimos anos a emissão de *green bonds* tem-se afirmado como uma realidade cada vez mais comum no mercado de capitais

<sup>95</sup> Toresten Ehlers/Frank Packer, cit., 89, onde é destacado, de entre os vários riscos em causa na perspetiva de um investidor, o risco de transição resultante do impacto financeiro da aprovação e implementação de regulamentação em matéria de política ambiental.

<sup>96</sup> Artigo 7.º/1 do CVM, nos termos do qual a informação incluída num prospeto deve ser “completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita”.

internacional. Apesar das dificuldades sentidas com a sua definição, as quais têm marcado as fases iniciais do desenvolvimento deste instrumento financeiro, destacam-se as orientações emitidas pela ICMA e atualmente constituem a referência do setor financeiro. De qualquer das formas, apesar do contributo por parte de entidades como a CBI ou a própria ICMA, até o surgimento de uma definição legal, ao nível nacional ou da UE, ou à concentração de competências numa única entidade para o efeito (*single gatekeeper*), o conceito de *green bonds* continuará a ser visto como difuso e objeto de debate. Ao nível da UE, o trabalho recentemente desenvolvido com vista a estabelecer o EU Green Bond Standard é particularmente promissor.

A certificação externa ou o recurso a índices elaborados por agências de rating continuarão a ser importantes formas de reduzir a assimetria de informação sentida pelos investidores neste mercado, assim contribuindo para potenciar o crescimento do investimento e volume de emissões realizadas. A uma certificação, em primeira linha, pelo emitente, junta-se o recurso à opinião por parte de um especialista certificador (cujas conclusões ou recomendações poderão mesmo ser objeto de divulgação) e a verificação ou certificação por uma entidade terceira independente, como mecanismos adicionais que permitem uma acrescida continuidade na verificação do cumprimento dos compromissos ambientais assumidos pelo emitente.

Entre os principais desafios conta-se a vinculatividade dos compromissos ambientais nos quais assentam (e que caracterizam) uma emissão de *green bonds*. Este e outros aspetos serão reveladores para o mercado do grau do compromisso assumido por emitentes e das garantias que serão conferidas aos investidores, podendo revelar-se, a par da qualidade e rigor da sua certificação, determinante com vista a uma eventual generalização no recurso a este promissor instrumento financeiro.

