MIGUEL DA CÂMARA MACHADO
Advogado. *Chief Legal Counsel BiG*. Assistente Convidado FDUL.
Investigador CIDP

It's not easy bein' green? (não é fácil ser verde?): Algumas dúvidas, medos e ansiedades sobre as dificuldades em saber o que são e como se cumprem os deveres "ESG" nos mercados financeiros, no final de 2022*

It's not easy bein' green?: Some doubts, fears and anxieties about the difficulties in knowing what the "ESG" duties are and how can we comply in the financial markets at the end of 2022

Resumo: Este estudo pretende analisar os deveres e factores "ESG" (ambiental, social, e de governação societária) e as maiores dúvidas que têm suscitado entre nós, nomeadamente quanto à densificação e preenchimento de conceitos. Se não conseguirmos definir, não conseguimos perceber como cumprir. Nestas páginas pretendemos perceber a natureza jurídica dos mesmos e dissecar a forma como reguladores e supervisores têm imposto estes deveres aos vários intervenientes nos mercados financeiros e bancário.

* Todas as posições expressas nesta apresentação são estritamente pessoais e nenhuma vincula ou representa a posição ou entendimento de qualquer entidade com que o autor tem vindo a colaborar e pretendem ser, acima de tudo, uma apresentação das novidades legislativas e de algumas interrogações perante as mesmas.
Adicionalmente, agradeço o valioso apoio da Mafalda Cordeiro, da Catarina Vinagre e do Tomás Gomes da Silva na revisão deste texto, tendo sido essenciais para que este texto fosse preparado e atingido. Obrigado.

Palavras-Chave: ESG, ASG, instituições de crédito, instituições financeiras, obrigações de divulgação, ambiente, sustentabilidade, *governance*, preocupações sociais

Abstract: *This paper aims to analyse the "ESG" (environmental, social, and corporate governance) duties and the major doubts they have raised among us, namely regarding the densification and completion of concepts. If we cannot define, we cannot understand how to comply. In these pages we intend to understand their legal nature and dissect how regulators and supervisors have imposed these duties on the various players in the financial and banking markets.*

Keywords: ESG, *credit institutions, financial institutions, disclosure requirements, environment, sustainability, governance, social concerns*

No final dos anos setenta, um sapo chamado Cocas cantava, no seu pântano, que "não era fácil ser verde" (na versão original: *"it's not easy being green"*)[1]. Também aos mercados financeiros não tem sido fácil ser "verde", "sustentável" ou garantir que há formas concretas de medir e incentivar a que determinados valores (os chamados "ESG", do original, em inglês, "*Environmental*, *Social and Governance*" - ou ambiental, social, e de governação corporativa, na sua versão portuguesa) sejam prosseguidos por empresas e investidores.

Se é fácil sabermos que o sol é amarelo, as cerejas são vermelhas ou o céu é azul, não é fácil sabermos o que é um "investimento verde" ou o que é que cada uma daquelas palavrinhas quer efetivamente dizer: o que é um investimento que proteja o ambiente,

[1] V. a letra da canção "Bein' Green", também conhecida como "It's Not Easy Bein' Green", escrita por Joe Raposo e interpretada por Jim Henson, no seu *"The Muppet Show"* (1976-1981), enquanto Kermit, the Frog, ou Sapo Cocas, na tradução portuguesa. Esta música tornou-se famosa e foi cantada por dezenas de cantores ao longo das últimas décadas, mas a versão definitiva pode ser lida em Jim Henson, *It's not easy being green – and other things to consider*, Nova Iorque: Hyperion, 2005, pp. 14-15.

que fomente ou contenha preocupações sociais, ou que incorpore e considere a "boa governação" empresarial?

No passado dia 18 de novembro de 2022 terminou a 27.ª conferência do clima da Organização das Nações Unidas, mais comummente referida como Conferência das Partes da UNFCCC, ou "COP27", em Sharm El Sheikh, no Egito, com um sentimento muito menos esperançoso e com esta sensação de que "não é fácil ser verde" muito mais intensa do que no ano passado em Glasgow[2], na Escócia.

Para a edição deste ano, depois de terminada a COP26 de Glasgow, esperava-se a integração de fatores ESG e a geração de incentivos para investir e ter em conta este tipo de valores nas escolhas de negócio, quando a invasão da Ucrânia pela Rússia e a "crise energética" veio obrigar a repensar estes problemas, o que se refletiu na desvalorização dos fatores ESG nas decisões económicas e financeiras[3].

A escolha destes fatores permite ter padrões diferentes para comparar empresas e fundos, para além dos tradicionais balanços, relatórios e contas societários. No entanto, um dos grandes problemas passa por definir conceitos[4] que ajudem a verificar o cumprimento normativo e a incorporação destes valores no sistema bancário e financeiro[5], de forma a evitar que estejamos meramente perante um *"rebranding"* de produtos de investimento, sem atingir as preocupações que os regimes (e os investidores) pretendem verdadeiramente prosseguir.

[2] Comparando a COP26 e a COP27, como *"good cop and bad cop"*, oiça-se a discussão entre Jason Palmer e Catherine Brahic no *podcast "The Intelligence"* disponível *online* em https://open.spotify.com/episode/6T3AWbQg4IjyrvvZ5zQdHa.

[3] Neste sentido, v. o recente balanço de John O'Sullivan, "The tenacity of ESG investing", in *The Economist,* 16 de novembro de 2022, disponível *online* em https://www.economist.com/finance-and-economics/2022/11/16/the-tenacity-of-esg-investing.

[4] O problema de definir conceitos é essencial para discutir qualquer tema. Sobre isto, v., com muitíssimo interesse e profundidade, Roque Cabral, "'Si definimos no discutiremos'", in *Escritos de Ocasião*, Lisboa: Universidade Católica, 2008, pp. 9-16.

[5] Sobre este problema, sugerimos o oportuno e completo estudo de Marc Carney*, Value(s) – Building a better world for all*, William Collins, 2021, livro em que o ex-governador dos Bancos centrais do Canadá e de Inglaterra aborda a importância destes valores nos mercados globais.

Se muitos questionam a abordagem dos mercados de valores mobiliários a temas "ESG" e classificam a abordagem das autoridade e bancos centrais ao tema como "verborreicas", meros discursos bombásticos e vistosos, que, no fundo, significam pouco[6], outros acreditam na possibilidade de impor obrigações de informação e divulgação que provoquem alterações reais ou mudanças de cultura empresarial no governo das sociedades, decorrentes da aplicação destes regimes[7]. O que é certo é que, a nível global, mas, no que mais nos toca, a nível europeu, através de regulamentação da União Europeia ("UE"), os deveres nesta matéria têm sido crescentes e só podemos esperar mais para 2023 e para os anos que se seguem.

Para já, e desde 10 de março de 2021, por força do disposto nos artigos 3.º e 20.º do Regulamento (UE) 2019/2088, os intervenientes no mercado financeiro devem publicar e divulgar, nas suas páginas de Internet, informações relativas às suas políticas sobre a integração dos riscos em matéria de sustentabilidade. Em jeito de resumo, estas políticas devem incluir a previsão de:

(a) Um dever de considerar, na definição da estratégia de investimento adequada a cada cliente, os critérios ESG;
(b) Um dever de informar e disponibilizar aos clientes informação relativa aos critérios ESG dos produtos que comercializam;
(c) Um dever de os gestores de produtos/gestores de investimento privilegiarem investimentos com *rating* ESG elevado.

Desde o final de 2019, verificámos na UE uma considerável expansão da regulamentação que obriga a divulgação de dados

[6] Neste sentido, ler o recente texto de Stuart Kirk, "The banking approach to net zero is just claptrap", in *Financial Times,* 11 de novembro de 2022, disponível *online* em https://www.ft.com/content/80d7aea2-8ba5-49f6-9cf0-1548629a7478?shareType=nongift.

[7] Cf., recentemente, *Virginia Harper Ho*, "Modernizing ESG disclosure", in *University of Illinois Law Review*, n.º 1, 2022, pp.277-356 ou Umberto Tombari, "Corporate social responsibility (CSR) environmental social governance (ESG) e "scopo della società"", in *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni*, Parte seconda, a. 119, n.2, 2021, pp. 225-234, ou, entre nós, Abel Sequeira Ferreira, "A cultura empresarial no governo das sociedades: breve introdução", in *Administração e governação das sociedades* (coord. Paulo Câmara et al.), Coimbra: Almedina, 2020, pp. 183-228.

ESG pelas empresas, procurando-se materializar os relatórios que apresentam alguma densificação de conceitos e algumas exigências quanto aos tipos de "rótulos de investimento" e, mais recentemente, de medidas para combater a chamada "lavagem verde" (ou "*greenwashing"*) – a tentativa de fazer parecer "sustentável" um investimento que, na realidade, não o é.

Para além dos diplomas que apresentaremos sucintamente abaixo, estão neste momento em discussão[8] projetos de Diretivas (já desde 2021) que obrigarão as entidades abrangidas, entre 2024 e 2026, na UE e em países terceiros (se o grupo da empresa gerar rendimentos significativos na UE e tiver uma filial ou sucursal baseada na UE que satisfaça determinados critérios), a divulgar mais informações não financeiras ao abrigo da nova Diretiva sobre relatórios de sustentabilidade empresarial ("*Corporate Sustainability Reporting Directive"* – CSRD).

O âmbito alargado desta regulamentação exigirá agora que as empresas divulguem, entre outros dados, os objetivos de sustentabilidade, adotem normas de informação sobre sustentabilidade e divulguem o seu modelo empresarial e estratégia em relação aos riscos e oportunidades relacionados com questões de sustentabilidade.

Adicionalmente, discute-se ainda, a nível europeu, uma Diretiva Complementar de Diligência de Sustentabilidade Empresarial ("*Corporate Sustainability Due Diligence Directive*"- "CSDDD") que, se for adotada, trará novos requisitos de *due diligence* e de governação de longo alcance relacionados com assuntos de ESG.

Esta Diretiva Complementar exigirá que as empresas da UE, ou com operações significativas na UE, integrem estes fatores nas suas políticas a fim de identificar, monitorizar e prevenir circunstâncias que possam ter um impacto negativo nos direitos humanos e no ambiente. Dentro do regime proposto pela UE, a CSDDD contempla ainda um regime sancionatório (que, em princípio, será meramente administrativo – em Portugal, contraordenacional) no caso de vio-

[8] Sobre estes planos futuros e as novidades, em novembro de 2022, v. Katie Barton, Rory Hazelton, Aayush Kainya, Kaushik Karunakaran, Susan Lee and Madalena Marques, "ESG Market Alert – November 2022", disponível *online* em https://www.jdsupra.com/legalnews/esg-market-alert-november-2022-1310118/.

lações, a impor pelos reguladores de cada Estado-Membro da UE, prevendo-se pesadas sanções baseadas no volume de negócios das empresas.

No Reino Unido, o *Financial Reporting Council* ("FRC", Conselho de Informação Financeira) lançou, já em novembro de 2022, um projeto destinado a compreender a forma como as empresas utilizam, desenvolvem e avaliam o conceito de "materialidade" ESG nos seus reportes relativos a esta matéria, convidando vários regulados a participar na discussão.

Este tipo de consultas públicas – e mesmo de autorregulação, mais comum nos países de *Common Law* – é de saudar e seria recomendável para os países da União Europeia que, infelizmente, cada vez mais adotam uma lógica de *top-to-bottom* que prejudica as instituições financeiras da UE, que, embrulhadas numa burocracia esmagadora de oportunidades, são impedidas de competir em mercados globais, pois o enquadramento americano ou asiático é menos sufocante e mais compreensivo (e, provavelmente, permitirá mais crescimento a longo prazo), o que faz com que as entidades europeias não beneficiem de um *level-playing field* adequado, sendo inevitável que os mercados europeus, a longo prazo, saiam prejudicados[9].

Destas divergências também se ocuparam os participantes da "COP27", em Sharm El Sheikh, com as discussões em torno da criação de um novo fundo de investimento para apoio às vítimas de calamidades relacionadas com alterações climáticas, a ser desenvolvido até novembro de 2023. No essencial, a discussão de fundo (e, mais

[9] É assim em termos de prevenção do branqueamento de capitais ou financiamento do terrorismo – como tentámos ilustrar num recente texto, cf. Miguel da Câmara Machado, "Como é que se diz "branqueamento de capitais" em russo? (отмывание денег?) e "rápido demais" em ucraniano? (занадто швидко?)", in *Regimes da prevenção de branqueamento de capitais e compliance bancário (em tempos de guerra)*, 3.ª ed., Lisboa: AAFDL Editora, 2022, pp. 9-24. Também noutros setores, como quanto ao Regulamento Europeu relativo à resiliência operacional digital do setor financeiro e que altera os regulamentos (CE) n.º 1060/2009, (UE) n.º 648/2012, (UE) n.º 600/2014 e (UE) n.° 909/2014, igualmente aprovado em novembro de 2022 e que, apesar de prever um período de transição de 2 anos, entrará em vigor apenas 20 dias após a sua publicação, o que implicará um esforço muito grande das entidades obrigadas de adaptação e ajuste, prevendo-se mais políticas internas dos bancos, revisões obrigatórias e novos reportes que não existem fora do espaço europeu.

uma vez, uma tentativa de determinação de conceitos) prendeu-se sobre quem iria beneficiar desta iniciativa. Os representantes da UE pretendem que a maior parte destes investimentos sejam direcionados a países "particularmente vulneráveis" em vez de "países em desenvolvimento", que, segundo as definições desatualizadas da Convenção das Nações Unidas sobre o Clima, ainda incluem países não pobres como a China ou Singapura (cuja riqueza, por cidadão, será o dobro da de cada europeu)[10].

Retomando a recente iniciativa do *Financial Reporting Council Lab* inglês, notamos que os resultados que venham a ser atingidos podem ser fundamentais para definir conceitos nestes domínios e para ajudar as empresas a determinar que informação deve ser incluída nos relatórios empresariais "ESG" e a profundidade de informação necessária a ser fornecida, tentando escapar ao subjetivismo inerente a estes setores. Saber o que são e como definir os valores ambientais, de sustentabilidade e de boa governação é um desafio para as instituições, particularmente quando se trata de informação não financeira, como é o caso dos relatórios de critérios ESG.

Assim, ao longo dos próximos anos, para ser "mais fácil ser verde", qual Sapo Cocas mais animado no final da canção, é importante saber:

(a) Quais os fatores ESG que as empresas consideram ao determinar o que relatar aos supervisores;
(b) Quando e com que regularidade as empresas consideram "materialidade" ESG;
(c) Como é que a "materialidade" é utilizada nas avaliações pelas empresas para determinar que informação deve ser incluída ou excluída nos seus relatórios;

[10] Quanto a este fundo e os resultados da "COP27", importa ler o recente texto de Catherine Brahic, *A new UN fund for "loss and damage" emerges from COP27,* disponível *online* em https://www.economist.com/international/2022/11/20/a-new-un-fund-for-loss-and-damage-emerges-from-cop27.

(d) Como é que as empresas pensam sobre "materialidade" no que diz respeito à informação não financeira, em comparação com a informação financeira; e
(e) O que é que os investidores querem compreender em relação à "materialidade".

Noutra iniciativa de *Common Law,* interessa acompanhar os Requisitos de Divulgação de Sustentabilidade ("DSE") apresentados em 25 de outubro de 2022 pela FCA (*Financial Conduct Authority*, a Autoridade de Conduta Financeira inglesa) e o documento de consulta sobre os rótulos de investimento lançado a consulta pública.

Nesta consulta, aberta até 25 de janeiro de 2023, o regulador inglês convida os vários *stakeholders* (empresas regulamentadas pela FCA, grupos industriais, consumidores, reguladores, peritos industriais, académicos, e grupos de defesa) a pronunciar-se sobre as propostas e novas regras ESG que se aplicarão a todas as empresas regulamentadas pela FCA. As respostas moldarão as regras e orientações finais da FCA, que as pretende publicar e aplicar ao longo de 2023.

As regras propostas têm como objetivo a repressão do tal *"greenwashing"* ou "lavagem verde" e a melhoria da confiança dos consumidores no mercado de produtos de investimento sustentável e, mais uma vez, incluem o desenvolvimento de rótulos de investimento sustentável, impondo requisitos de divulgação e restrições à utilização de termos relacionados com sustentabilidade (tais como "ESG", "verde" ou "sustentável") na designação e comercialização de produtos, caso não estejam preenchidos determinados requisitos. Este parece ser um caminho adequado para condicionar os gestores de ativos e as empresas, de forma a evitar a comercialização enganosa ou exagerada nestes domínios.

Estes novos regimes ingleses pretendem aprofundar (a partir de uma visão mais focada nos consumidores) e seguir regimes já impostos a nível federal nos Estados Unidos da América e na UE, em que, para já, é paradigmático o Regulamento (UE) 2019/2088 (doravante, "Regulamento"), aplicável aos intervenientes nos mercados financeiros (instituições de crédito, consultores financeiros, entre outros, conforme definidos no artigo 2.º do Regulamento).

Na União Europeia, a ESMA (Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados), também anunciou, no passado dia 27 de outubro de 2022, que pretende alterar as suas Prioridades de Supervisão Estratégica da União (USSP, seguindo o inglês *"Union Strategic Supervisory Priorities"*)[11] para incluir a divulgação de informações do ESG juntamente com a qualidade dos dados do mercado. A nova prioridade das divulgações de ESG substitui os custos e o desempenho dos produtos de investimento de retalho e representa um passo importante na implementação da Estratégia da ESMA, que atribui um papel proeminente ao financiamento sustentável.

Já em novembro, a ESMA lançou, entre o dia 18 e até 20 de fevereiro de 2023, uma Consulta pública sobre as *guidelines* (ou orientações) que pretende emitir, relativamente à possibilidade de utilização de nomes ou designações nos produtos financeiros que contenham termos relacionados com ESG, "finanças sustentáveis" ou sustentabilidade[12].

No documento apresentado são dados exemplos concretos de tipos de designação de fundos que poderão ser permitidos, que são interessantes de conhecer (por exemplo, o que podem ser considerados *"Climate Change Solutions Fund", "Sustainable Water Equities Fund", "Biodiversity Equity Fund", "Sustainable Society Fund"* ou *"Global Impact Fund"*, mantendo os termos originais em inglês) para perceber o que é, ou pode ser, considerado e vendido como "verde" na UE.

A ESMA e as Autoridades Nacionais Competentes (ANC) pretendem acompanhar a procura crescente de produtos financeiros relacionados com ESG e promover a transparência e a inteligibilidade das divulgações de ESG, em segmentos chave da cadeia de valor das finanças sustentáveis, tais como emitentes, gestores de investimento ou empresas de investimento e, também combater a "lavagem verde". Além disso, a ESMA afirma pretender promover

[11] Sobre estas prioridades, cf. a página da Internet da ESMA, em https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-work-esg-disclosures-new-union-strategic-supervisory-priority.
[12] Pode-se consultar todos os detalhes desta consulta pública *online* em https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/consultation-guidelines-funds%E2%80%99-names-using-esg-or-sustainability-related.

gradualmente um maior escrutínio das divulgações de ESG através de uma supervisão eficaz e consistente, o que implicará também a criação de capacidades de supervisão para incorporar plenamente a sustentabilidade financeira no trabalho diário de supervisão e na cultura de supervisão nestes domínios, "contagiando" os supervisionados de forma que estes também adotem uma cultura empresarial ESG[13]. Note-se que, pelos atrasos em relação ao previsto em 2019, têm sido primeiro os supervisionados a concretizar conceitos, aguardando-se (e esperando-se para 2023) que as autoridades europeias e nacionais densifiquem e ajudem a perceber o que se pretende nestes domínios.

A ESMA realizou declarações neste sentido, já no outono de 2022, prometendo trabalhar em conjunto com as autoridades dos Estados-Membros nas áreas relativas à divulgação de produtos ESG e na qualidade dos dados de mercado. Adicionalmente, pretendem seguir de perto a evolução dos custos deste tipo de investimentos como um elemento-chave para a proteção dos investidores (isto porque a verificação dos critérios ESG, pelos distribuidores, implicará, pela parte destes, investimentos consideráveis que acabarão por se repercutir nos preços finais dos produtos e serviços que se disponibilizam aos consumidores nos mercados bancário e financeiro).

Recorde-se que as bases prévias, na UE, consistiam no já referido Regulamento (UE) 2019/2088, que veio estabelecer vários deveres de transparência e informação relativos à sustentabilidade no setor dos serviços financeiros (os tais que entraram em vigor a 10 de março de 2021), mas esperava-se muita regulamentação de entidades, como a Autoridade Bancária Europeia ("EBA") ou a ESMA, para densificar estes conceitos e deveres desde então, o que não aconteceu, pelo que ainda há regras que apenas entrarão em vigor num futuro ainda relativamente indeterminado.

Para já, importa sublinhar que, no considerando 13 daquele Regulamento, vem previsto o dever dos intervenientes no mercado

[13] Sobre este tema e já estabelecendo pontes com a matéria ESG, v., entre nós, Abel Sequeira Ferreira, "A cultura empresarial no governo das sociedades: breve introdução", in *Administração e governação das sociedades* (coord. Paulo Câmara et. al.), Coimbra: Almedina, 2020, pp. 183-228.

financeiro e dos consultores financeiros que prestam serviços de consultoria para investimento, independentemente da conceção dos produtos financeiros e do mercado a que se destinam, de publicarem políticas por escrito sobre a integração dos riscos em matéria de sustentabilidade e de garantirem a transparência dessa integração. De acordo com o considerando 23, exige-se àquelas entidades que disponibilizem informações concisas sobre essas políticas nas suas páginas de Internet (o que implicou a produção de muitas políticas ESG das entidades obrigadas na primavera de 2021, que se anteciparam – por serem reguladas – aos supervisores que têm sido mais lentos na concretização das obrigações aplicáveis nestes âmbitos).

Nos termos previstos no considerando 28, a elaboração desta política e a sua disponibilização no site não está dependente de qualquer ato legislativo ou regulamentar da parte do Estado-Membro respetivo, embora estes possam ir além do Regulamento e «*adotar ou manter em vigor disposições mais rigorosas relativas à publicação de políticas de adaptação às alterações climáticas e à divulgação de informações adicionais aos investidores finais relativas aos riscos em matéria de sustentabilidade*».

Entre os deveres de informação previstos no Regulamento, importa destacar que, de acordo com o artigo 3.º, os intervenientes no mercado financeiro e os consultores financeiros têm de publicar, nas respetivas páginas de Internet, informações relativas às suas políticas sobre a integração dos riscos em matéria de sustentabilidade no seu processo de tomada de decisões de investimento ou na sua consultoria para investimento, respetivamente. Nos termos do previsto no artigo 6.º, os mesmos intervenientes têm também de incluir, na divulgação de informações pré-contratuais, descrições relativas ao modo como os riscos em matéria de sustentabilidade são integrados nas suas decisões de investimento e de consultoria para investimento, respetivamente, e os resultados da avaliação dos potenciais impactos dos riscos em matéria de sustentabilidade no rendimento dos produtos financeiros que disponibilizarem e sobre os quais prestam aconselhamento.

Sempre que os intervenientes no mercado financeiro e os consultores financeiros considerarem que os riscos em matéria de sustentabilidade não são relevantes, as descrições referidas no primeiro

parágrafo devem incluir uma explicação clara e concisa das razões para tal.

De acordo com o artigo 8.º do Regulamento, sempre que um produto financeiro promova, entre outras, características ambientais ou sociais, ou uma combinação destas características, desde que as empresas em que são efetuados os investimentos respeitem as práticas de boa governação, as informações a divulgar, nos termos do artigo 6.º, devem incluir o seguinte:

a. Informações sobre o modo como essas características são alcançadas;
b. Se tiver sido designado um índice de referência, informações sobre se e de que forma este índice corresponde a essas características.

Já o artigo 9.º prevê que, no que toca aos produtos financeiros que tenham como objetivo investimentos sustentáveis e tenham sido designados com base em índices de referência, as informações a divulgar devem ser acompanhadas de:

a. Informações sobre a forma como o índice designado está alinhado com esse objetivo;
b. Uma explicação sobre por que razão e de que forma o índice designado alinhado com esse objetivo difere de um índice geral de mercado.

Para além do artigo 11.º, que se conjuga e articula com os artigos 8.º e 9.º, de acordo com o artigo 10.º, os intervenientes no mercado financeiro publicam e atualizam nas suas páginas de Internet, de forma exata, justa, clara, que não induza em erro, simples e concisa, e num local bem visível, para cada produto financeiro atrás referido:

a. Uma descrição das características ambientais ou sociais ou do objetivo de investimento sustentável;
b. Informação sobre as metodologias utilizadas para avaliar, medir e monitorizar as características ambientais ou sociais do impacto dos investimentos sustentáveis selecionados para

o produto financeiro, incluindo as suas fontes de dados, os critérios de análise para os ativos subjacentes e os indicadores de sustentabilidade relevantes utilizados para medir as características ambientais ou sociais ou o impacto global do produto financeiro em matéria de sustentabilidade;

c. As informações referidas nos artigos 8.º e 9.º, enunciadas acima;
d. As informações referidas no artigo 11.º que prevê que, sempre que os intervenientes no mercado financeiro propuserem um produto financeiro a que se referem os artigos 8.º ou 9.º, devem incluir nos relatórios periódicos uma descrição dos elementos que se seguem:
    i. Para um produto financeiro a que se refere o artigo 8.º, em que medida são alcançadas as características ambientais ou sociais;
    ii. Para um produto financeiro a que se refere o artigo 9.º, o impacto global do produto financeiro em matéria de sustentabilidade, através de indicadores de sustentabilidade relevantes; ou, caso tenha sido designado um índice de referência, uma comparação entre o impacto global do produto financeiro em matéria de sustentabilidade com os impactos do índice designado e de um índice geral através de indicadores de sustentabilidade.

Relativamente à apresentação e ao conteúdo da informação a prestar, o Regulamento já mandata, desde 2019, a EBA e a ESMA para elaborarem projetos de normas técnicas de regulamentação. No entanto, estas autoridades, pelo menos até ao final de 2022, ainda não emitiram quaisquer diplomas relevantes, ficando a concretização e delimitação de conceitos, até ao momento, muito nas mãos dos agentes no mercado, aquando da elaboração e aprovação de políticas sobre a integração dos riscos em matéria de sustentabilidade que conhecemos em 2021 e na construção de estratégias e produtos que integrem estes conceitos.

Da leitura de várias das principais políticas emitidas em 2021, podemos verificar que estes fatores ambiental, social, e de governação corporativa (ASG) – para uma tradução portuguesa do original

inglês, *Environmental, Social and Governance* (ESG) – já são algo determináveis, conforme tentaremos sintetizar e apresentar abaixo.

Assim, considera-se um objetivo de natureza ambiental, a título de exemplo, a eficiência dos recursos em matéria de utilização de energia, de energias renováveis, de matérias-primas, da água e dos solos, de produção de resíduos e de emissões de gases com efeito de estufa, ou do impacto na biodiversidade e na economia circular, ou um objetivo de natureza social, o relativo a medidas que contribuem para combater as desigualdades ou que promovem a coesão social, a integração social e as relações laborais, ou um investimento em capital humano ou em comunidades económica ou socialmente desfavorecidas.

O fator ambiental deve refletir as implicações ambientais determinadas pela atividade da empresa, em particular quanto às alterações climáticas. O investimento sustentável, do ponto de vista ambiental, é um investimento numa ou em várias atividades económicas que são qualificadas como sustentáveis de acordo com o Regulamento (UE) 2020/852 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 18 de junho de 2020 (o Regulamento da Taxonomia). São critérios ambientais, entre outros, a eficiência dos recursos em matéria de utilização de energia, o uso de energias renováveis, a elaboração de um programa de gestão de desperdício, a forma como resolve os potenciais problemas de poluição de ar ou água provocada pelas suas operações, assim como as preocupações em relação a matérias-primas, e as ações da empresa em relação às alterações climáticas, nomeadamente, ao nível do controlo das emissões de gases com efeito de estufa, que podem ter impacto na biodiversidade e na economia circular.

O fator social permite determinar a forma como a empresa se relaciona com os seus *stakeholders*, i.e., todas as pessoas com as quais se relaciona: trabalhadores, fornecedores, clientes e comunidades onde operam. Encontram-se aqui categorias como os direitos humanos, a diversidade e a não discriminação laboral, através da adoção de medidas que contribuem para combater as desigualdades e promover a coesão social, a segurança e saúde no trabalho, a remuneração e a gestão dos recursos humanos, o seguimento de um *marketing* e *R&D* (*Research and development*), responsáveis, a inte-

gração social, ou um investimento em capital humano ou em comunidades económica ou socialmente desfavorecidas, entre outros.

Por fim, o fator da governação societária (ou *governance*) diz respeito às práticas de boa governação. No contexto ESG, a governação refere-se à forma como é gerida a sociedade, avaliando a gestão por parte da administração, os respetivos mecanismos de controlo interno e a governação em função dos interesses de todos os *stakeholders*, numa perspetiva de longo prazo. São tidas em conta, nomeadamente, as estruturas de gestão, a estrutura do capital social e os direitos dos acionistas, as relações laborais e práticas de remuneração do pessoal sãs, a transparência e a contabilidade da empresa[14].

Com esta ilustração, podemos retomar a imagem das cores com que abrimos este texto e recorrer a um esquema que costuma ser muito utilizado para determinar conceitos, entre uma zona negra, de certeza positiva (aquilo que sabemos que "é verde", como as grandes árvores ou pequenos sapos que cantam em pântanos) e uma zona branca, de certeza negativa (aquilo que sabemos que não "é verde", como pássaros grandes e amarelos ou monstros peludos e azuis), mas torna-se também relevante refletir sobre a existência de uma zona "cinzenta", de incerteza, que somos convidados a preencher e a determinar, como académicos e intérpretes da lei, mas também como aplicadores deste novo Direito "sustentável", seja como juristas, seja como reguladores, seja como investidores ou consumidores de produtos financeiros.

É certo que escolher (ter) empresas, fundos ou fazer investimentos ESG pode implicar "perder dinheiro", numa perspetiva de curto prazo, uma vez que, ao fazê-lo, estamos a reduzir as nossas possibilidades, a preterir indústrias que podem ser lucrativas e a perder oportunidades de negócio. No entanto, estar atento a fatores ESG pode significar protegermo-nos antecipadamente, relativamente, a empresas e investimentos que deverão ter uma performance pior no longo prazo. Afastarmo-nos das indústrias do álcool, da pornogra-

[14] Em especial sobre o interesse social e as ponderações ESG por parte dos administradores, v. José Ferreira Gomes, "Responsabilidade civil dos administradores: ilicitude e culpa", in *Administração e governação das sociedades* (coord. Paulo Câmara et al., Coimbra: Almedina, 2020 (pp. 279-307), pp. 280-281.

fia[15], das armas, entre outras, implicará adotar uma postura mais prudente que poderá proteger os nossos acionistas ou investimentos pessoais[16].

Assim, será do interesse dos acionistas e investidores melhorar o perfil do ESG das suas empresas, o que pode ser vital para que estas aumentem o seu valor a longo prazo. O perfil de ESG de uma empresa é, atualmente, central para a sua marca e reputação global, uma vez que os meios de comunicação social e o público os responsabilizam cada vez mais por não agirem. Isto pode ter um impacto duradouro nas receitas, uma vez que os clientes e investidores podem procurar alternativas mais "sustentáveis" ou "verdes". Fazer análises (*due diligences*) também baseadas em medir fatores ESG está a tornar-se rapidamente um padrão nos mercados, mesmo que as considerações possam diferir ligeiramente entre cada ordenamento jurídico. Este tipo de análises não se limitará a proteger as empresas contra riscos financeiros negativos, implicando esta ênfase crescente na sustentabilidade e responsabilidade social, mas irá potenciar a colocação das empresas em melhores posições nos mercados, aumentando o respetivo valor e captando mais investidores[17].

[15] Sobre esta indústria, os seus contornos duvidosos e a importância dos responsáveis pelos meios de pagamento na sua regulação, recomenda-se o *podcast* "Hot Money", do *Financial Times* que, em novembro de 2022, disponibilizou 8 episódios com muita profundidade de investigação, disponíveis *online* em https://open.spotify.com/show/2EU1S3kZdhPp1Rgs-cY473O?si=AucTEm7bQ5urdAhOBablog, mas não só.

[16] Quanto à relação com os acionistas (e às exigências que estes podem fazer nestes domínios, cf, Giulio Sandrelli, "Il dialogo degli amministratori con gli azionista dopo il codice di corporate governance", in *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni*, a.119, n.4, 2021, Parte seconda, pp. 695-755.

[17] Desenvolvendo este tema a partir do próprio conceito de "interesse social", v. Umberto Tombari, "Corporate social responsibility (CSR) environmental social governance (ESG) e *"scopo della società'"*, in *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni*, Parte seconda, a. 119, n. 2, 2021, pp. 225-234 ou, sobre a responsabilidade social das empresas, cf. Cynthia A. Williams, "Corporate social responsibility and corporate governance", in *The Oxford handbook of corporate law and governance*, (ed. Jeffrey Gordon and Wolf-Georg Ringe), Oxford: Oxford University Press, 2020, pp. 634-678 ou John Paterson, "Corporate governance and corporate social responsibility", in *The Cambridge*

Para terminar, podemos regressar à música que inspirou a abertura deste artigo e concluir que os vários intervenientes nos mercados financeiros, e cada um de nós, também pode cantar, como o SAPO COCAS, *"green is cool and friendly like… and I think it's what I want to be"*[18].

companion to business & human rights law, (ed. Ilias Bantekas and Michael Ashley Stein), Cambridge: Cambridge University Press, 2021, pp. 65-85.

[18] Tradução livre: "Ser verde é bom e amigável... e acho que é o que eu quero ser". Cf. o texto original disponível em Jim Henson, *It's not easy being green – and other things to consider*, Nova Iorque: Hyperion, 2005, pp. 15.