



MAFALDA MIRANDA BARBOSA<sup>1</sup>  
Professora Associada com Agregação  
Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra

## Fatores ESG e investimentos sustentáveis: breve reflexão

### *ESG factors and sustainable investments: brief reflection*

**RESUMO:** Os fatores ESG têm vindo a ganhar importância crescente, conformando uma nova racionalidade empresarial que delimita os contornos de uma também nova forma de responsabilidade das pessoas coletivas, que passam a ser responsáveis pelas lesões que causam porque, a montante, são responsáveis pela salvaguarda dos valores ambientais, sociais e de governação tutelados ao nível dos deveres que lhe são impostos. A questão que se coloca é a de saber em que medida a sustentabilidade que conforma a nova racionalidade empresarial se projeta ou não nos mercados financeiros. Nas páginas que se seguem, procuraremos analisar tal impacto, quer no que respeita a eventuais deveres de diligência empresarial, quer no que respeita a eventuais medidas de transparência que devem ser adotadas, e bem assim no que respeita à ponderação de investimentos com base nos referidos fatores ESG.

**Palavras-chave:** fatores ESG, responsabilidade empresarial, responsabilidade civil, finanças sustentáveis, *impact investment*

<sup>1</sup> Univ Coimbra, Instituto Jurídico da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra/ University of Coimbra Institute for Legal Research, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra. Professora Associada com Agregação. Orcid: 0000-0003-0578-4249

**ABSTRACT:** ESG factors become increasingly relevant, forming a new corporate rationality which enables new hypothesis of liability of legal persons. Legal persons become liable for damages they cause because *a priori* they are responsible for the safeguard of the environmental, social and governance factors protected by the duties that are imposed. The essential question here is to what extent the sustainability that characterizes the new corporate rationality has (or has not) significant influence in the financial markets. In this paper, we will try to analyse this eventual impact, both with regard to eventual duties of corporate due diligence, with regard to eventual transparency measures that must be adopted, as well as with regard to the weighting of investments based on the aforementioned ESG factors.

**Keywords:** ESG factors, corporate responsibility, civil liability, sustainable finances, impact investment

## 1. Introdução

Os fatores ESG (*environmental, social and governance issues*) ganham importância crescente no quadro corporativo e financeiro, passando a ser ponderados por todos os agentes do mercado (emittentes, intermediários financeiros, investidores profissionais e não profissionais, auditores). É neste contexto que se fala de finanças sustentáveis. A ideia é, com base nelas, garantir o crescimento económico, enquanto se prosseguem determinadas finalidades sociais, humanas e ambientais. E se, inicialmente, a incorporação dos referidos fatores na estratégia das sociedades era pautada pela voluntariedade e pela ponderação autónoma da sua importância para concretização daquela, assiste-se hoje a uma mudança ao nível da racionalidade empresarial, com a imposição de verdadeiras obrigações jurídicas cuja intencionalidade é garantir a salvaguarda de valores fundamentais ao nível ambiental, social e da governação. Nas páginas que se seguem, procuraremos não só perceber a alteração a que se alude ao nível corporativo, como descortinar o impacto que tal mutação poderá ter ao nível dos mercados de capitais.

## 2. A importância crescente dos fatores ESG ao nível corporativo

### 2.1. As razões da importância crescente dos índices ESG na estratégia empresarial

Ao longo dos tempos, tem-se assistido a uma atenção redobrada aos índices ESG na estratégia empresarial das diversas sociedades. Pese embora, no curto prazo, tal possa condicionar a maximização do lucro, as grandes corporações perceberam que, a médio e longo prazo, o retorno financeiro poderá superar as perdas de curto prazo. Vários são os fatores determinativos dos benefícios que se projetam.

Em primeiro lugar, o público em geral, fruto das campanhas de sensibilização, mostra-se cada vez mais consciente da necessidade de garantir a sustentabilidade a diversos níveis, exigindo, pela pressão que a procura exerce na oferta, a opção por investimentos socialmente responsáveis. Em termos concorrenciais, para não deixarem de ser competitivas, as grandes empresas tendem a adotar procedimentos que evitem os impactos negativos em matéria ambiental e bem assim que denotem a preocupação com questões relacionadas com problemas sociais, ligadas ou não aos seus trabalhadores.

Na verdade, se é certo que, num primeiro momento, a ponderação de fatores ESG pode conduzir a uma diminuição dos lucros, não é menos seguro que a não integração desses mesmos fatores na estratégia empresarial pode ter um impacto negativo. Pense-se, por exemplo, na hipótese de uma sociedade que não tem em conta as necessidades dos seus trabalhadores, que promove condições de trabalho indignas, que discrimina negativamente alguns dos seus colaboradores, que adota comportamentos com efeitos nefastos no plano ambiental. Se outras consequências não houver, o dano reputacional que se gera pode comprometer o nível de investimentos e o volume de negócios da sociedade, causando-lhe prejuízos.

Significa isto que a sociedade não deverá apenas prosseguir benefícios para os seus *shareholders*, mas também para os *stakeholders*, o que permitirá compreender melhor a articulação entre os diversos interesses em jogo e, assim, dar por solucionado de modo

não conflitual o confronto entre diversas perspetivas a propósito da conformação do interesse social.

## 2.2. A consideração dos fatores ESG ao nível da conformação do interesse social

No que respeita às sociedades comerciais, se é conhecido o debate que opõe os defensores das teorias contratualistas (para as quais o interesse social identifica-se com o *interesse comum* dos sócios, ficando apenas de fora os *interesses extrassociais* e os *interesses individuais dos sócios*<sup>2</sup>) aos defensores das teorias institucionalistas<sup>3</sup>, parece ir-se hoje, por força da mobilização de uma racionalidade

<sup>2</sup> João REGÊNCIO, “Do interesse social”, *Revista de Direito das Sociedades*, V, 2013 – 4, 801 s.; Maria Elisabete RAMOS, *Responsabilidade civil dos administradores e directores de sociedades anónimas perante os credores sociais*, 2002, 111; Vasco Lobo XAVIER, *Anulação de deliberação social e deliberações conexas*, Almedina, Coimbra, 1976, 242 s.

<sup>3</sup> A teoria institucionalista surge, pela primeira vez, na Alemanha, estando na base da formulação do *Aktiengesetz*. Em causa estava a ideia da empresa em si (*Unternehmen*), ou seja, a ideia de que existe interesse próprio da empresa, traduzido na sua eficiência produtiva. Desvaloriza-se o interesse de obtenção do maior lucro possível e, nessa medida, poder-se-ia conduzir a uma redução ou limitação dos direitos dos acionistas em nome do interesse da empresa, designadamente no que respeita à repartição de lucros. O interesse de ganho imediato de dividendos poderia ceder em face do interesse geral da empresa, devendo considerar-se que os interesses dos trabalhadores, dos consumidores e o interesse coletivo no desenvolvimento da economia são merecedores de igual tutela quanto confrontados com os interesses dos sócios. Estas posições evoluiriam para a consideração da pessoa em si mesma – *Person in Sich*, segundo o que o interesse social se identifica com o interesse da sociedade, enquanto interesse próprio da pessoa coletiva, que se coloca num plano superior ao dos restantes interesses individuais envolvidos. Muitas são as críticas que se dirigem a estas teorias. Desde logo, assentam numa ficção, uma vez que não existe um interesse que agregue interesses contraditórios; por outro lado, coloca-se em causa a posição dos sócios, que ficam em pé de igualdade com outros sujeitos que estabeleçam relações com a sociedade. Por outro lado, como explica Tiago Sousa Freitas, “do ponto de vista axiológico, nem sequer se vislumbra razão suficiente para proteger a este nível os interesses dos credores, trabalhadores e consumidores, porquanto a disciplina falimentar, o direito do trabalho e a legislação protecionista dos consumidores cumpririam tal desiderato, evidenciando, ademais, um efetivo confronto entre estes sujeitos e as sociedades comerciais com que se relacionam a vários níveis, que inviabiliza um sincrética consideração de um interesse assumido em

dade de pendor diverso, mais longe, assistindo-se ao confronto entre uma perspetiva centrada no *shareholder value* aos arautos de uma perspetiva colimada nos *stakeholder value*<sup>4</sup>. Para a primeira, a prioridade deveria ser dada aos interesses dos acionistas, tanto quanto apenas se encontram tutelados por normas de direito societário; para a segunda, seria fundamental considerar interesses outros que não os dos sócios.

Alertam os autores para o facto de este não ter de ser um confronto irremediável. Consoante nos explica Tiago Sousa Freitas, por um lado, “não é imperioso que a *stakeholder perspective* surja imbuída de uma racionalidade de tipo consequencialista social. Pelo contrário, é viável que os interesses dos diversos sujeitos que se relacionam com a sociedade possam ser integrados dentro da consideração do interesse social entendido à luz do interesse dos sócios”<sup>5</sup>, e, por outro lado, “na hipótese da *shareholder perspective*, os dados do problema podem ser equacionados de modo não reducionista. Na verdade, não só é possível criar mecanismos que proíbam decisões de curto prazo, como, ao priorizar-se o interesse dos sócios e, portanto, o incremento do lucro da sociedade, não somos condenados à desconsideração dos outros sujeitos que com a pessoa coletiva se relacionam, que podem ser essenciais para cumprir aquele desiderato”<sup>6</sup>.

Dito de uma forma mais direta, independentemente da posição que se adote em matéria de conformação da sociedade e do interesse social, torna-se claro que a própria priorização do interesse dos sócios deve forçar os titulares dos órgãos sociais a ter em conta interesses de terceiros.

conjunto” (cf. Tiago Sousa FREITAS, “Da sustentabilidade na conformação do interesse social à responsabilidade empresarial”, *Revista Brasileira de Direito Civil*, 31/4, 2022, 169-199).

<sup>4</sup> Fabian BRANDT/Konstantinos GEORGIU, *Shareholders vs Stakeholders Capitalism*, University of Pennsylvania Carey Law School, 2016, [https://scholarship.law.upenn.edu/fisch\\_2016/10](https://scholarship.law.upenn.edu/fisch_2016/10)

<sup>5</sup> Veja-se Tiago Sousa FREITAS, “Da sustentabilidade na conformação do interesse social à responsabilidade empresarial”, 181. Cf., tb, Fabian BRANDT/Konstantinos GEORGIU, *Shareholders vs Stakeholders Capitalism*, 57

<sup>6</sup> Tiago Sousa FREITAS, “Da sustentabilidade na conformação do interesse social à responsabilidade empresarial”, 181; e novamente Fabian BRANDT/Konstantinos GEORGIU, *Shareholders vs Stakeholders Capitalism*, 57, em quem o autor se parece inspirar.

Isso mesmo parece resultar do artigo 64º/1 CSC, nos termos do qual “os gerentes ou administradores da sociedade devem observar a) deveres de cuidado, revelando a disponibilidade, a competência técnica e o conhecimento da atividade da sociedade adequados às suas funções e empregando nesse âmbito a diligência de um gestor criterioso e ordenado; e b) deveres de lealdade, no interesse da sociedade, atendendo aos interesses de longo prazo dos sócios e ponderando os interesses dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade, tais como os seus trabalhadores, clientes e credores”. De acordo com Rui Dias e Mafalda de Sá<sup>7</sup>, “a redação sugere uma hierarquização de interesses, dando-se primazia aos dos sócios (que são os interesses atendíveis) sobre os demais (apenas ponderáveis), mas, mesmo havendo uma relação de subordinação, fica por saber qual o alcance e a medida da ponderação dos interesses de segundo plano. Estes poderão ser enquadrados num “sistema móvel”, cabendo ao administrador equacionar, em cada momento, a sua adequada conjugação, ou poderão afirmar-se como um fator, ou mesmo um limite, externo”. Mais acrescentam os autores que “os outros interesses aqui em causa são os dos sujeitos “relevantes para a sustentabilidade da sociedade”, chamando a atenção para o facto de os interesses dos sócios, por si só, serem insuficientes para a determinação daquilo que é melhor para a sociedade, cujo desenvolvimento e desempenho não pode ser visto isoladamente das relações que estabeleça com o exterior”<sup>8</sup>. No mesmo sentido, José Ferreira Gomes considera que os outros interesses “são instituídos como limite externo à atuação da administração quando existam várias alternativas possíveis para a consecução do interesse social”<sup>9</sup>.

A sustentabilidade da sociedade pode levar a que se tenham de ponderar os interesses de outros sujeitos além dos acionistas, quais sejam os trabalhadores, os clientes e os credores. O elenco dos terceiros cujos interesses possam vir a ser considerados não deve ser

<sup>7</sup> Rui DIAS/Mafalda de Sá, “Deveres de administradores e sustentabilidade”, *Administração e Governação das Sociedades*, Almedina, 2020, 38

<sup>8</sup> Rui DIAS/Mafalda de Sá, “Deveres de administradores e sustentabilidade”, 39.

<sup>9</sup> José Ferreira GOMES, *Da Administração à Fiscalização das Sociedades – A Obrigação de Vigilância dos Órgãos da Sociedade Anónima*, Almedina, Coimbra, 2015, 745 s.

entendido de forma taxativa<sup>10</sup>. Como esclarece Tiago Sousa Freitas, “em face da complexidade dos mercados não é difícil antever que, no presente, há interesses difusos que podem e devem ser tidos em conta porque a sua consideração vem facilitar a captação de investimento ou permite gerar uma imagem de marca benéfica, potencialmente atrativa para o público em geral, incrementando a clientela e o volume de negócios”<sup>11</sup>; e como explicam Rui Dias e Mafalda de Sá, “o ativismo de determinados investidores institucionais pode determinar a motivação das empresas no sentido de adotar uma política mais sustentável com base em critérios ambientais, sociais e de *governance*”<sup>12</sup>.

Não obstante, a ideia que preside a esta ponderação de fatores ESG é ainda o interesse da própria sociedade, compreendido a longo prazo, de tal sorte que o artigo 64º CSC não pode ser encarado como uma disposição legal de proteção de interesses alheios que integre no seu âmbito de proteção os terceiros a que temos vindo a fazer referência, hipótese em que, não obstante, o responsável seria o administrador e não a própria sociedade<sup>13</sup>.

O entendimento acerca da consideração dos fatores ESG haveria, contudo, de se alterar, surgindo uma ideia de *responsabilidade social da empresa*<sup>14</sup>. E se é certo que, inicialmente, a responsabilidade social da empresa andava associada a uma ideia de adesão voluntária, como a doutrina vem esclarecendo, “o movimento de consagração da responsabilidade social das empresas tem vindo,

<sup>10</sup> Neste sentido, Tiago Sousa FREITAS, “Da sustentabilidade na conformação do interesse social à responsabilidade empresarial”, 187

<sup>11</sup> Tiago Sousa FREITAS, “Da sustentabilidade na conformação do interesse social à responsabilidade empresarial”, 187

<sup>12</sup> Rui DIAS/Mafalda de SÁ, “Deveres de administradores e sustentabilidade”, 58 s.

<sup>13</sup> Neste sentido, Rui DIAS/Mafalda de SÁ, “Deveres de administradores e sustentabilidade”, 41; Coutinho de ABREU, “Deveres de cuidado e de lealdade dos administradores e interesse social”, 45.

<sup>14</sup> Tiago Sousa FREITAS, “Da sustentabilidade na conformação do interesse social à responsabilidade empresarial”, 191; Catarina SERRA, “A responsabilidade social das empresas: sinais de um instrumento jurídico iminente”, *Questões Laborais*, ano 12, n.º 25, 2005, 46.

embora lentamente, a delapidar o círculo de voluntarismo”<sup>15</sup>, sendo crescente o número de obrigações que impendem sobre as sociedades, no sentido de ter em conta o impacto da sua atividade em matérias laborais, ambientais, políticas, de proteção dos direitos humanos, de combate à corrupção, entre outras<sup>16</sup>.

### **2.3. Da responsabilidade social da empresa à responsabilidade jurídica**

Os diversos ordenamentos jurídicos mostraram-se ao longo dos tempos permeáveis às preocupações de sustentabilidade que, tendo sido incorporadas pelos mercados, acabaram por contaminar determinantemente a atuação societária.

Não falamos, apenas, da permeabilidade compossibilitada pela presença de conceitos indeterminados, como aqueles com que nos confrontamos ao nível do artigo 64º CSC, mas da permeabilidade determinada pelas soluções que passam a ser impostas pelo legislador.

Pense-se, por exemplo, na Diretiva 2014/95/EU, transposta para o nosso ordenamento jurídico pelo Decreto-Lei nº 89/2017, que obriga as empresas portuguesas de interesse público com mais de 500 colaboradores e as grandes empresas cotadas em bolsa a reportarem anualmente as políticas, práticas e indicadores associados às questões ambientais, sociais e relativas aos trabalhadores, à igualdade entre mulheres e homens, à não discriminação, ao respeito pelos direitos humanos, ao combate às tentativas de suborno, quer no âmbito do seu negócio, quer, se relevante, na sua cadeia de valor<sup>17</sup>, com óbvias consequências ao nível da política de financiamento e

<sup>15</sup> Tiago Sousa FREITAS, “Da sustentabilidade na conformação do interesse social à responsabilidade empresarial”, 192

<sup>16</sup> Sobre este ponto, veja-se J. M. Coutinho de ABREU, “CSR – “responsabilità” senza responsabilità (legale)?”, *Giurisprudenza Commerciale*, anno XLV Fasc. 6 – 2019, 1088/I-1095/I.

<sup>17</sup> Sobre o ponto, cf. BANCO DE PORTUGAL, *Guia ESG*, 2018, 4-5 (<https://www.bcsdportugal.org/wp-content/uploads/2018/03/Guia-ESG.pdf>).



de investimento das mesmas. Mais recentemente, a Diretiva CISE (Diretiva Comunicação de Informações sobre Sustentabilidade das Empresas) reforça as regras vigentes em matéria de divulgação de informações não financeiras, que tinham sido aditadas à diretiva contabilística pela Diretiva Divulgação de Informações Não Financeiras, estabelecendo, designadamente, requisitos mais rigorosos em matéria de notificação. Assim, as grandes empresas e as PME cotadas passam a ser obrigadas a prestar informações sobre questões de sustentabilidade, v.g. direitos ambientais, direitos sociais, direitos humanos e fatores de governação<sup>18</sup>.

Mas pense-se também nas alterações às Diretivas dos Instrumentos de Mercados Financeiros (DMIF II) e na Diretiva (UE) 2016/97 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 20 de Janeiro de 2016, sobre distribuição de seguros, que preveem que as empresas de investimento e os distribuidores de seguros passem a questionar os respetivos clientes sobre as suas preferências no que respeita à sustentabilidade e que passem a refletir as eventuais preferências que lhes tenham sido comunicadas na seleção dos produtos em questão, bem como que informem acerca da integração das preferências dos investidores por fatores ESG nos testes de adequação na consultoria para investimento prestada aos investidores<sup>19</sup>.

A permeabilidade a que nos referimos dá, mais recentemente, origem a normas injuntivas no sentido de impor um dever de diligência empresarial, que se vem a traduzir em exigências qualificadas em matéria de sustentabilidade e de proteção ambiental e de direitos humanos<sup>20</sup>.

A Resolução do Parlamento Europeu, de 10 de março de 2021, que contém recomendações à Comissão sobre o dever de diligência das empresas e a responsabilidade empresarial (2020/2129(INL)),

<sup>18</sup> 2021/0104 (COD) – Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho que altera o Regulamento (UE) n.º 537/2014, a Diretiva 2004/109/CE, a Diretiva 2006/43/CE e a Diretiva 2013/34/UE, no que diz respeito ao relato de sustentabilidade das empresas, adotada em novembro de 2022.

<sup>19</sup> Cf. CMVM, *Documento de reflexão e consulta sobre finanças sustentáveis*, 2019, 13.

<sup>20</sup> Sobre o ponto, cf. Ana Filipa Morais ANTUNES, “ESG, racionalidade empresarial e novos contenciosos”, *Revista de Direito Comercial*, 2022, 1997 s.

considera que “a União Europeia deve adotar urgentemente requisitos vinculativos para que as empresas identifiquem, avaliem, previnam, cessem, atenuem, monitorizem, comuniquem, justifiquem, resolvam e reparem os potenciais e/ou reais efeitos negativos da sua cadeia de valor nos direitos humanos, no ambiente e na boa governação”. Neste quadro, vem-se ainda determinar que “os Estados-Membros devem assegurar que dispõem de um regime de responsabilidade ao abrigo do qual as empresas podem, nos termos do Direito nacional, ser responsabilizadas e proceder à reparação de quaisquer danos decorrentes de efeitos negativos, potenciais ou reais, nos direitos humanos, no ambiente ou na boa governação que tenham causado ou para os quais tenham contribuído por atos ou omissões”.

Particularmente importante é, também, a proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho em matéria de *Corporate Sustainability Due Diligence* (Diretiva 2022/0051 (COD), apresentada pela Comissão a 23 de fevereiro de 2022. Nos termos do artigo 22º, “os Estados-Membros devem assegurar que as empresas são responsáveis por danos se: a) não tiverem cumprido as obrigações previstas nos artigos 7º e 8º, e b) esse incumprimento tiver dado origem a um efeito negativo que deveria ter sido identificado, prevenido, atenuado, cessado ou minimizado através das medidas adequadas previstas nos artigos 7º e 8º, levando à ocorrência de danos”. Porém, se uma empresa tiver tomado as medidas referidas no artigo 7º/2, b), no artigo 7º/4, ou no artigo 8º/3, c), e no artigo 8º/5, não é responsável pelos danos causados por um efeito negativo resultante das atividades de um parceiro indireto com o qual tenha uma relação empresarial estabelecida, a menos que, tendo em conta as circunstâncias do caso, não seja razoável esperar que as medidas efetivamente tomadas, nomeadamente no que diz respeito à verificação do cumprimento, sejam adequadas para prevenir, atenuar, fazer cessar ou minimizar a extensão do efeito negativo. Esta responsabilidade não prejudica a responsabilidade civil das suas filiais ou de quaisquer parceiros empresariais diretos e indiretos da cadeia de valor. Significa isto que, ainda que necessariamente mediatizada pelo comportamento humano, a responsabilidade que aqui avulta é direta da sociedade, por ser ela que está vinculada pelo dever de adotar as “medidas ade-

quadas para identificar os efeitos negativos, potenciais ou reais, nos direitos humanos e no ambiente das suas próprias operações ou das operações das suas filiais e, quando relacionados com as suas cadeias de valor, das suas relações empresariais estabelecidas” e bem assim pelo dever de tomar “as medidas adequadas para prevenir, ou, caso a prevenção não seja possível ou não seja imediatamente possível, atenuar adequadamente os potenciais efeitos negativos nos direitos humanos e no ambiente que tenham sido, ou devessem ter sido, identificados nos termos do artigo 6º”.

Com a Orientação Geral do Conselho da União Europeia, de 30 de novembro de 2022, sobre a proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa ao dever de diligência das empresas em matéria de sustentabilidade foi alterado profundamente o artigo 22º a que fizemos referência, “a fim de garantir clareza jurídica e segurança para as empresas e de evitar interferências irrazoáveis nos sistemas de direito da responsabilidade civil dos Estados-Membros”. Assim, a empresa pode ser responsabilizada pelos danos causados a uma pessoa singular ou coletiva desde que, “deliberadamente ou por negligência, não tenha cumprido as obrigações estabelecidas nos artigos 7º e 8º quando o direito, a proibição ou a obrigação enumerados no anexo I se destina a proteger a pessoa singular ou coletiva; e, em resultado do incumprimento a que se refere a alínea a), tenham sido lesados os interesses jurídicos protegidos da pessoa singular ou coletiva no âmbito do direito”. Não haverá responsabilidade quando os danos tiverem sido causados apenas pelos parceiros empresariais na sua cadeia de atividades nacional. De acordo com o ponto 27 da Orientação Geral, são quatro as condições que têm de estar preenchidas para que uma empresa possa ser considerada responsável. A saber: “um dano causado a uma pessoa singular ou coletiva, a violação de um dever, o nexo de causalidade entre o dano e a violação do dever e um incumprimento (com dolo ou negligência)”. A formulação a que somos conduzidos não é feliz: desde logo, não se percebe qual a diferença entre a violação do dever e o incumprimento e parece reportar-se a culpa ao incumprimento, numa solução que não é de aplaudir e não tem respaldo na dogmática ressarcitória ao nível europeu. Mas, em contrapartida, a redação do artigo 22º não só evita estas contradições internas no sistema, como

oferece pistas particularmente importantes para a densificação da responsabilidade. Dir-se-ia que ela avulta sempre que haja violação de uma disposição de proteção ou um dever especificado na Diretiva acompanhada da lesão de direitos ou interesses de uma pessoa singular ou coletiva (a implicar uma transição da tutela coletiva para a tutela individual); que haja culpa (dolo ou negligência); que se verifique um dano; e que se estabeleça um nexo de causalidade. Quanto a este, exige-se que o dever preterido se destine a proteger a pessoa singular ou coletiva e que a lesão dos direitos ou interesses destas, incluídos no âmbito de proteção do seu direito, tenha sido causada pela violação do dever, parecendo apontar-se já no plano positivo, em consonância com aquela que nos parece ser a melhor posição dogmática sobre a matéria, para uma determinação da causalidade em termos normativos, que se afaste da lógica causa-efeito. Verificados todos estes pressupostos, o lesado tem direito à reparação integral, afastando-se, contudo, formas de indemnização punitiva, pela proibição do excesso. A responsabilidade civil de uma empresa não prejudica a responsabilidade civil das suas filiais ou de quaisquer parceiros empresariais diretos e indiretos da cadeia de atividades da empresa, havendo, caso haja mais do que um responsável, lugar à solidariedade obrigacional.

Simultaneamente, revogaram-se os artigos 25º e 26º, nos termos do quais se consagrava um dever de diligência dos administradores e se impunha que criassem e supervisionassem as ações nesta matéria e adaptassem a estratégia empresarial de modo a ter em conta os efeitos negativos que pudessem ser identificados. Não obstante, atendendo ao artigo 64º CSC, articulado com os artigos 72º e seguintes do mesmo diploma, e à necessidade de se ter em conta a sustentabilidade da sociedade a longo prazo, torna-se defensável que, a par da pessoa coletiva, o próprio administrador possa vir a ser responsabilizado, podendo sê-lo, inclusivamente, diante da própria pessoa coletiva<sup>21</sup>.

<sup>21</sup> Num sentido próximo, cf. Ana Filipa Morais ANTUNES, “ESG, racionalidade empresarial e novos contenciosos”, 2009 s.

### 3. Sustentabilidade e mercados de capitais

Os fatores ESG conformam uma nova racionalidade empresarial que delimita os contornos de uma também nova forma de responsabilidade das pessoas coletivas. Estas passam a ser responsáveis pelas lesões que causam porque, a montante, são responsáveis pela salvaguarda dos valores ambientais, sociais e de governação tutelados ao nível dos deveres que lhe são impostos. A questão que se coloca é a de saber em que medida esta sustentabilidade contamina igualmente os mercados de capitais.

A eventual refração de uma obrigação de diligência no mundo financeiro pode ser analisada sob diversos prismas ou, dito de outro modo, pode vir a ser descoberta a dois níveis diferentes.

#### 3.1. As empresas financeiras: aplicabilidade das medidas referentes ao dever de diligência empresarial ao setor financeiro e obrigações de transparência

Fundando-se a responsabilidade das empresas na violação deveres que densificam o dever de diligência, podemos afirmar tratar-se de uma responsabilidade no sentido da *liability*, a pressupor um outro sentido da responsabilidade – *role responsibility* – que se desenha a montante. Torna-se, por isso, particularmente importante perceber em que se traduz o dever de diligência empresarial.

Dispõe a este propósito o artigo 5º da Proposta de Diretiva, na sua versão de dezembro de 2022, que este dever tem de ser integrado em todas as políticas da empresa e em todos os sistemas de gestão de risco. Mais concretamente, as empresas têm de adotar medidas adequadas para identificar os efeitos negativos reais e potenciais decorrentes das suas operações ou das operações das suas filiais e dos seus parceiros empresariais, quando relacionados com a sua cadeia de atividades<sup>22</sup>. Esta tarefa de identificação dos efeitos nega-

<sup>22</sup> A cadeia de atividades surge definida como as atividades dos parceiros empresariais a montante de uma empresa relacionadas com a produção de bens ou a prestação de servi-

tivos afigura-se vital, na medida em que só por meio dela é possível às empresas adotarem medidas adequadas para prevenir ou atenuar os potenciais efeitos negativos graves ou adotarem medidas adequadas para fazer cessar os efeitos reais. Em ambos os casos, nos termos do artigo 7º e 8º, deve ter-se em conta se o efeito negativo potencial é causado apenas pela empresa, causado conjuntamente pela empresa e pela sua filial ou parceiro empresarial, ou se é causado apenas pelo parceiro empresarial da empresa na sua cadeia de atividades; se o efeito negativo potencial ocorreu nas operações da filial, do parceiro empresarial direto ou do parceiro empresarial indireto; e a capacidade da empresa para influenciar o parceiro empresarial, causando o potencial efeito negativo.

Uma medida será adequada se for capaz de alcançar os objetivos do dever de diligência, de forma proporcional à severidade e à probabilidade do efeito negativo, devendo a empresa poder dispor dela, tendo em conta as circunstâncias do caso específico, incluindo a natureza e a extensão das operações comerciais da empresa e

ços pela empresa, incluindo a conceção, extração, fabrico, transporte, armazenamento e fornecimento de matérias-primas, produtos ou partes de produtos, e o desenvolvimento do produto ou do serviço, e as atividades dos parceiros empresariais a jusante de uma empresa relacionadas com a distribuição, o transporte, o armazenamento e a eliminação do produto, incluindo o desmantelamento, a reciclagem, a compostagem ou a deposição em aterro, quando os parceiros empresariais efetuarem essas atividades para a empresa ou por conta desta, excluindo a eliminação do produto pelos consumidores e a distribuição, o transporte, o armazenamento e a eliminação do produto sujeito ao controlo das exportações no âmbito Regulamento (UE) 2021/821 do Parlamento Europeu e do Conselho ou ao controlo das exportações de armas, munições ou material de guerra, depois de autorizada a exportação do produto (artigo 3º). No que respeita às empresas do setor financeiro, a cadeia de atividades inclui também as “entidades jurídicas que recebem diretamente empréstimos, prestação de garantias e compromissos da empresa financeira regulada; tomadores de seguros e segurados ao abrigo de contratos de seguros celebrados com a empresa financeira regulada; entidades jurídicas que cedem o risco ao abrigo de um contrato de resseguro e instituições de realização de planos de pensões profissionais às quais é assegurada uma cobertura ao abrigo de um contrato de resseguro celebrado com a empresa financeira regulada; filiais de entidades jurídicas referidas nas subalíneas i) a iii) que beneficiam do serviço a que se referem as subalíneas i) a iii), cujas atividades estejam relacionadas com o serviço em questão.

as características do setor económico e do parceiro empresarial específico<sup>23</sup>.

É também com base na identificação a que nos referimos *supra* que é possível priorizar os efeitos negativos, de modo a que as obrigações dos artigos 7º e 8º possam ser cumpridas. Em causa está a consciência da inviabilidade de sanar ao mesmo tempo todos os efeitos negativos identificados, razão pela qual se procede à hierarquização com base na ideia de severidade e probabilidade do efeito negativo.

Ademais, nos termos do artigo 10º, as empresas devem realizar “avaliações periódicas das suas próprias operações e medidas, das das suas filiais e, quando associadas às cadeias de atividades da empresa, das dos seus parceiros empresariais, a fim de controlar a eficácia da identificação, prevenção, atenuação, cessação e minimização da extensão dos efeitos negativos. Essas avaliações baseiam-se, se for caso disso, em indicadores qualitativos e quantitativos e são realizadas, sem demora injustificada após a ocorrência de uma alteração importante, pelo menos, a cada 24 meses e sempre que existam motivos razoáveis para acreditar que podem surgir novos riscos significativos de ocorrência desses efeitos negativos. A política de dever de diligência é atualizada em conformidade com os resultados dessas avaliações e tendo devidamente em conta as informações pertinentes das partes interessadas”.

Significa isto que a responsabilidade da empresa se estende para além da sua própria atividade, embora não seja civilmente responsável se os danos forem causados apenas pelos seus parceiros empresariais na sua cadeia de atividades. E, se, como referiu *supra*, podem ser responsáveis as filiais e os parceiros empresariais diretos e indiretos da cadeia de atividades da empresa, só se fundando a responsabilidade solidária se os danos tiverem sido conjuntamente causados por mais do que uma entidade, parece claro que, em situa-

<sup>23</sup> Um parceiro empresarial é uma entidade jurídica com quem a empresa celebrou um acordo comercial relacionado com as suas operações, os seus produtos ou os seus serviços ou a quem a empresa presta serviços (parceiro contratual direto) ou que, não sendo um parceiro empresarial direto, realiza operações comerciais relacionadas com as operações, produtos ou serviços da empresa (parceiro empresarial indireto) – artigo 3º, al. e).

ções de influência determinante da empresa noutras entidades e de incumprimento dos deveres que lhe são impostos, se poderá, nos termos gerais da responsabilidade civil no quadro do ordenamento interno, disciplina expressamente ressalvada nos termos do artigo 22º/3 da Proposta de Diretiva, na sua versão de compromisso, ponderar a responsabilidade.

A questão que se coloca é se estas regras poderão vir a aplicar-se a empresas do setor financeiro. Depois de alguma celeuma na matéria, por diversos Estados-membros temerem o impacto que a aplicação destas regras poderia ter no setor financeiro, o texto de compromisso apresentado em dezembro de 2022 deixa a questão em aberto, remetendo para o critério de cada ordenamento jurídico a decisão de incluir ou não a prestação de serviços financeiros por instituições financeiras reguladas. Exclui-se, no entanto, a sua aplicação aos produtos financeiros enumerados no artigo 2º, ponto 12, alíneas b) e f), do Regulamento (UE) 2019/2088 do Parlamento Europeu e do Conselho. Ou seja, não se aplica aos fundos de investimento alternativo (FIA) e aos organismos de investimento coletivo em valores mobiliários (OICVM).

Caso se decida pela aplicação da diretiva à prestação de serviços financeiros por empresas financeiras reguladas, estas só deverão ser obrigadas a identificar os efeitos negativos nas operações dos seus parceiros empresariais antes de prestarem o serviço financeiro, nos termos do artigo 6º/3. Do mesmo modo, no que respeita à obrigação de monitorizar os efeitos negativos prevista no artigo 10º, as empresas financeiras, no tocante às operações dos parceiros empresariais a quem prestam serviços financeiros, não são obrigadas a monitorizar outros efeitos negativos identificados antes de prestarem o serviço. Igualmente, as empresas financeiras reguladas que prestam serviços financeiros não são obrigadas a suspender, a cessar temporariamente ou a pôr termo à relação empresarial, afastando-se assim a obrigação que surgiria nos termos dos artigos 7º e 8º, caso nenhuma das medidas adequadas para fazer cessar o efeito negativo tenha sido bem-sucedida.

A estas obrigações acrescem outras específicas do setor financeiro. O já citado Regulamento (UE) 2019/2088 do Parlamento Europeu e do Conselho (alterado pelo 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), relativo à divulgação de informações relacionadas com a sustentabilidade no setor dos serviços financeiros, prevê que os intervenientes no mercado financeiro devem publicar nos seus *websites* informações relativas às suas políticas sobre a integração dos riscos em matéria de sustentabilidade no seu processo de tomada de decisões de investimento; e que os consultores financeiros devem publicar também nos seus *websites* informações relativas às suas políticas sobre a integração dos riscos em matéria de sustentabilidade na sua consultoria para investimento ou no seu aconselhamento em matéria de seguros.

Nos termos do artigo 4º, os intervenientes no mercado financeiro publicam ainda, de forma atualizada, nos seus websites, se tiverem em conta os principais impactos negativos das decisões de investimento sobre os fatores de sustentabilidade, uma declaração sobre as políticas de diligência devida relativamente a esses impactos, atendendo à sua dimensão, à natureza e à escala das suas atividades e aos tipos de produtos financeiros que disponibilizam. Se não tiverem em conta os impactos negativos das decisões de investimento sobre os fatores de sustentabilidade, devem indicar os motivos claros para tal, incluindo, se for caso disso, informações sobre se e quando tencionam ter em conta esses impactos negativos.

A partir de 30 de junho de 2021, os intervenientes no mercado financeiro que, à data de encerramento do respetivo balanço, excedam o critério do número médio de 500 trabalhadores durante o exercício financeiro publicam no seu website uma declaração sobre as suas políticas de diligência devida no que respeita aos principais impactos negativos das decisões de investimento sobre os fatores de sustentabilidade. Foi também a partir dessa data que os intervenientes no mercado financeiro que sejam empresas-mãe de um grande grupo que, à data de encerramento do balanço consolidado do grupo, excedam o critério do número médio de 500 trabalhadores durante o exercício financeiro passaram a ter de publicar e atualizar nos respetivos sítios Web uma declaração sobre as suas políticas de diligência devida no que respeita aos principais impactos negativos das decisões de investimento sobre os fatores de sustentabilidade.

Idênticas obrigações de transparência são impostas aos consultores financeiros. Designadamente, devem prestar informações sobre se, atendendo à sua dimensão, à natureza das suas atividades e aos tipos de produtos financeiros sobre os quais prestam aconselhamento, no desempenho dos seus serviços de consultoria para investimento, têm em conta os principais impactos negativos sobre os fatores de sustentabilidade. Caso não o façam, devem indicar os motivos pelos quais não o fazem.

A transparência estende-se às políticas de remuneração, nos termos do artigo 5º, e à comercialização de produtos financeiros, o que bem se compreende, no último caso, por dois motivos essenciais: por um lado, para garantir uma tomada de decisão consciente por parte dos investidores que queiram afastar investimentos não sustentáveis; por outro lado, para evitar situações de *ecobranqueamento*, ou seja, a obtenção de uma vantagem, numa forma de concorrência desleal, ao comercializar um produto financeiro como sendo sustentável, quando na realidade os padrões ambientais básicos não são cumpridos<sup>24</sup>. Ademais, procurar-se-á incrementar a confiança do mercado, contribuindo assim para a promoção de uma agenda de sustentabilidade. Importa, por isso, olhar para o problema do prisma dos investidores e outros intervenientes no mercado.

### **3.2. A ponderação de investimento com base em fatores ESG**

Se adequadamente compreendermos que os administradores das sociedades comerciais devem, de acordo com o artigo 64º CSC, ponderar os interesses dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade, tais como os seus trabalhadores, clientes e credores, e que, hodiernamente, parece ser incontornável, em nome dessa mesma sustentabilidade, considerar ativamente os fatores ESG, podemos concluir que o mercado pode exercer uma pressão

<sup>24</sup> Cf. *Considerandum* 11do 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.

determinante no sentido de se concretizarem investimentos sustentáveis ou, pelo menos, no sentido de não se realizarem investimentos que comprometam os valores ambientais, sociais e humanos.

O reforço da importância dos fatores ESG aos mais diversos níveis aumenta a procura de produtos e serviços financeiros sustentáveis. Estes configuram ativos que integram os referidos fatores ESG. Fala-se a este propósito de *impact investments; ethical investments; community investments; green investments*<sup>25</sup>.

Observam-se, assim, duas estratégias típicas por parte dos investidores, no momento da criação de uma carteira de investimentos: (i) abstenção de investimentos em produtos financeiros que sejam moralmente reprováveis (*negative screening*), ou seja, a exclusão de projetos que estejam em contradição com os fatores ESG; (ii) investimento em instrumentos financeiros emitidos por entidades que se proponham levar a cabo projetos com um impacto positivo em termos ambientais, sociais ou de governo das sociedades (*impact investment*<sup>26</sup>); isto é, aposta em projetos que privilegiem fatores ESG<sup>27</sup>.

A penetração das ideias de um capitalismo consciente, de acordo com o qual o lucro do investidor pode não ser o único propósito do investimento, passa, assim, a convocar uma ponderação mais abrangente do risco: à componente económica e financeira aliar-se-iam outras dimensões, como a social, a ambiental, a reputacional.

A nova realidade que se desenha exige alterações do ponto de vista informacional, de modo a eliminar ou pelo menos atenuar as dúvidas por parte dos participantes no mercado relativamente aos investimentos que pretendem realizar. Fundamental parece ser a

<sup>25</sup> CMVM, *Perguntas e respostas sobre finanças sustentáveis*, 2019, [www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/Faq/Pages/faq-financas-sustentaveis.aspx](http://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/Faq/Pages/faq-financas-sustentaveis.aspx), 6

<sup>26</sup> O investimento de impacto procura, para além do retorno financeiro, alcançar determinados efeitos sociais ou ambientais positivos, que sejam mensuráveis. Cf. CMVM, *Perguntas e respostas sobre finanças sustentáveis*, 7.

<sup>27</sup> The ECONOMIST, *What is sustainable finance*, <https://www.economist.com/the-economist-explains/2018/04/17/what-is-sustainable-finance>, com dados estatísticos sobre o investimento sustentável. Veja-se, também, CMVM, *Perguntas e respostas sobre finanças sustentáveis*, 6.

adoção de critérios uniformes que permitam aos investidores identificar os riscos não financeiros e fazer uma realística avaliação do nível de risco associado. Do mesmo modo, importa disponibilizar informação acerca da fiabilidade dos emitentes no que respeita a aspetos não financeiros.

A importância de tais informações ficará dependente da intensidade donexo que liga o investimento aos fatores ESG. Começemos a nossa análise pelo nexomais ténue, aquele que corresponde ao chamado *negative screening*.

*a) A exclusão do investimento em produtos financeiros que contrariem os fatores ESG*

Tendo o investidor como preocupação o afastamento de todo e qualquer investimento que possa afigurar-se contrário a uma ideia de sustentabilidade, torna-se imperioso fornecer os elementos necessário a uma ponderação consciente acerca do referido investimento a esse nível.

Os deveres de transparência a que fizemos referência *supra*, relativos às políticas de sustentabilidade adotadas por todos os intervenientes no mercado e pelos consultores financeiros, podem não ser suficientes para cumprir o desiderato.

Consciente disso mesmo, o legislador europeu impôs idênticos deveres de informação no que respeita aos próprios produtos financeiros.

Nos termos do artigo 6º Regulamento (UE) 2019/2088, os intervenientes no mercado devem, entre as diversas informações pré-contratuais, descrever o modo como os riscos em matéria de sustentabilidade são integrados nas suas decisões de investimento e indicar os resultados da avaliação dos potenciais impactos dos riscos em matéria de sustentabilidade no rendimento dos produtos financeiros que disponibilizarem. Previa-se, igualmente, que, sempre que os intervenientes no mercado financeiro considerassem que os riscos em matéria de sustentabilidade não eram relevantes, se explicassem clara e concisamente as razões para tal entendimento. Por seu turno, os consultores financeiros devem incluir, na divulgação de informações pré-contratuais, indicação do modo como os ris-

cos em matéria de sustentabilidade são integrados nos seus serviços de consultoria para investimento ou aconselhamento em matéria de seguros; e do resultado da avaliação dos potenciais impactos dos riscos em matéria de sustentabilidade no rendimento dos produtos financeiros sobre os quais prestem aconselhamento. Do mesmo modo, sempre que os consultores financeiros considerassem que os riscos em matéria de sustentabilidade não seriam relevantes, deveriam explicar o motivo.

Os próprios produtos financeiros estão sujeitos a obrigações de transparência. Assim, sempre que um produto financeiro promova características ambientais e/ou sociais, respeitando as empresas em que são efetuados os investimentos as práticas de boa governação, a informação a divulgar deve indicar o modo como essas características são alcançadas. As informações devem obedecer aos requisitos do artigo 9º se um produto financeiro tiver como objetivo investimentos sustentáveis e tiver sido designado um índice de referência.

Com as alterações introduzidas pelo Regulamento (UE) 2020/852, vai-se mais longe. Em primeiro lugar, as Autoridades Europeias de Supervisão ficam incumbidas de elaborar conjuntamente normas técnicas de regulamentação para especificar mais pormenorizadamente o teor e a apresentação das informações, de acordo com o princípio “não prejudicar significativamente”. Além disso, exige-se que as informações prestadas no momento da comercialização de um produto financeiro (ou de alguns produtos financeiros) integrem algumas das indicações a que se refere o citado Regulamento de 2020 (designadamente nos artigos 5º e 6º), tornando-se, assim, mais pormenorizadas.

Nessa medida, sempre que um produto financeiro tiver como objetivo investimentos sustentáveis e tiver sido designado um índice de referência, estando em causa uma atividade económica que contribua para um objetivo ambiental, há que fornecer informações sobre esse objetivo para o qual contribui o investimento subjacente ao produto financeiro e descrever de que modo os investimentos subjacentes ao produto financeiro financiam atividades económicas que são qualificadas como sustentáveis do ponto de vista ambiental.

Do mesmo modo, devem ser prestadas estas informações, 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, para além das informações sobre o modo como essas características são alcançadas.

Em segundo lugar, porque, para a ponderação da informação disponibilizada pode ser essencial uma uniformização de critérios que garanta a comparabilidade dos diversos investimentos, o Regulamento (UE) 2020/852 estabelece os critérios para determinar se uma atividade económica pode ser qualificada como sustentável do ponto de vista ambiental, de modo a saber-se em que grau um investimento é ambientalmente sustentável.

Nos termos do artigo 3º, uma atividade é ambientalmente sustentável se contribuir substancialmente para um ou mais objetivos ambientais, quais sejam a mitigação das alterações climáticas, a adaptação às alterações climáticas, a utilização sustentável e a proteção dos recursos hídricos e marinhos, a transição para uma economia circular, a prevenção e o controlo da poluição, a proteção e o restauro da biodiversidade e dos ecossistemas; se não prejudicar significativamente nenhum desses objetivos; se for exercida em conformidade com os procedimentos que devem ser aplicados pela empresa que exerce uma atividade económica com o objetivo de assegurar o alinhamento pelas Diretrizes da OCDE para as Empresas Multinacionais e pelos Princípios Orientadores das Nações Unidas sobre Empresas e Direitos Humanos, incluindo os princípios e os direitos estabelecidos nas oito convenções fundamentais identificadas na Declaração da Organização Internacional do Trabalho relativa aos Princípios e Direitos Fundamentais no Trabalho e na Carta Internacional dos Direitos Humanos; e se satisfizer os critérios técnicos de avaliação que tenham sido estabelecidos pela Comissão.

Estes critérios são aplicados para determinar se uma atividade económica é qualificada como sustentável do ponto de vista ambiental, sendo também aplicável aos emitentes de produtos financeiros ou obrigações de empresas que sejam disponibilizados como sustentáveis do ponto de vista ambiental.

Podemos, portanto, concluir que, tendo por objetivo garantir que o investimento privado seja canalizado para atividades sustentáveis, procura-se, quer através da definição de critérios de sustenta-

bilidade que permitam uma adequada ponderação do risco por parte dos investidores, quer através da imposição de rigorosas obrigações de informação, aumentar a confiança do mercado, salvaguardar valores tidos por essenciais e tutelar os interesses dos particulares que atuam nos mercados financeiros.

Exatamente por isso, independentemente das sanções que os diversos ordenamentos jurídicos venham estabelecer por referência à violação das obrigações explicitadas, torna-se claro que pode haver consequência do ponto de vista das concretas e particulares relações privatísticas que se venham a estabelecer.

Desde logo, pode estar em causa uma eventual invalidade do negócio jurídico de aquisição de valores mobiliários que, contra a informação prestadas, violem os critérios ESG.

Em cena podem entrar os regimes do erro-vício ou do dolo, consoante as circunstâncias do caso e consoante a estrutura problemática concretamente em causa. De um modo necessariamente simplificado, podemos aventar que a vontade de investir pode ter sido determinada por uma especial preocupação ambiental ou social do investidor. A incorreta representação da realidade no tocante ao impacto ambiental ou social positivo do investimento ou no tocante à inexistência de um impacto social, humano ou ambiental negativo pode relevar enquanto erro-vício. Sendo essencial e próprio, e dizendo respeito a uma circunstância que ambas as partes assumiram como essencial na contratação, de tal modo que pode até ter determinado uma diferente rentabilidade e uma diferente taxa de juro da obrigação, a subscrição obrigacionista poderá ser anulada, nos termos do artigo 252º/2 CC. Caso o retorno financeiro fique dependente do sucesso do projeto sustentável que subjaz ao investimento, como nos casos que analisaremos de seguida de *impacto investment*, então o erro será um erro sobre o objeto, a determinar a anulabilidade do negócio nos termos dos artigos 251º e 247º CC.

Havendo uma omissão deliberada de informação que deve ser obrigatoriamente prestada, poder-se-á configurar uma hipótese de dolo omissivo. Este será um dolo do declaratório, nas hipóteses de aquisição das obrigações (ou outros valores mobiliários) em mercado primário, podendo questionar-se se a omissão negligente da

informação que é devida por força de lei pode ou não ser equiparada, para os devidos efeitos, ao dolo.

O dolo, previsto no artigo 253.º CC, pode qualificar-se como um vício da vontade, isto é, uma perturbação no processo formativo da vontade. Em termos definitórios, podemos dizer que ele se traduz no erro determinado por um comportamento alheio<sup>28</sup>. Não será, porém, como já sabemos, qualquer erro induzido pela contraparte (ou por terceiro) que configura uma situação de dolo. Para que este exista, é necessário que alguém tenha empregado sugestões ou artifícios com a intenção ou a consciência de induzir ou manter em erro o declarante. Haverá também dolo no caso de, tendo o dever de esclarecimento, o declaratório ou um terceiro dissimularem o erro em que o declarante se encontra<sup>29</sup>. Menezes Cordeiro, a este propósito e no confronto com o regime do erro, sustenta que, «sendo o erro qualificado por dolo, [a] [...] anulabilidade surge se for determinante da vontade: não tem de ser essencial, pois bastará que, por qualquer razão (mesmo periférica) tenha dado lugar à vontade e não se põe o problema do conhecimento uma vez que, neste caso, ele foi pura e simplesmente causado pelo declaratório»<sup>30</sup>. A asserção do autor deve ser entendida com cautelas. Na verdade, conforme esclarece Mota Pinto, deve fazer-se uma distinção entre o dolo essencial e o dolo incidental, e, em rigor, só o primeiro conduz necessariamente, e desde logo, à anulabilidade do negócio<sup>31</sup>. Com isto queremos mostrar que o que Menezes Cordeiro evidencia é que, ao nível do dolo, ao contrário do que sucede com o regime do erro, não é necessário provar mais nenhum requisito para além daqueles que configuram o próprio dolo. O dolo há de, porém, ser qualificado como *dolus*

<sup>28</sup> Cf. Mota PINTO, *Teoria Geral do Direito Civil*, A. Pinto Monteiro e Paulo Mota Pinto (ed.), 5ª edição, Coimbra, Gestlegal, 2021, 521 s.

<sup>29</sup> Sobre a possibilidade de verificação de dolo nas hipóteses de indução negligente em erro, cf. Mafalda Miranda BARBOSA, “O problema da indução negligente em erro – breve apontamento”, *O contrato na gestão do risco e na garantia da equidade*, Instituto Jurídico da Faculdade de Direito de Coimbra, 2015, e demais bibliografia aí considerada.

<sup>30</sup> A. Menezes CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil*, II, *Parte Geral. Negócio Jurídico*, 4.ª edição, Almedina, 2014, 874.

<sup>31</sup> Cf. Mota PINTO, *Teoria Geral*, 524-525 e 526.



*malus*, ou seja, não é qualquer artifício usual, considerado legítimo segundo as concepções dominantes no comércio jurídico, nem a dissimulação do erro, quando nenhum dever de elucidar o declarante resulte da lei, de estipulação negocial ou daquelas concepções que podem ascender ao qualificativo de dolo.

Se no passado, numa situação como aquela que estamos a considerar de investimento em valores mobiliários, mormente em obrigações, não era difícil descortinar a condição de *dolus malus*, atenta a regulamentação dos deveres de informação a que a lei genericamente dava lugar (v.g., a omissão de esclarecimento de dados fundamentais acerca do emitente, das suas condições de solvabilidade, *inter alia*, mas também das características que fazem do investimento um investimento *verde*, não elucidando o erro sobre o qual o investidor labora, ou a prestação de informações incorretas acerca desses dados, induzindo-o positivamente em erro, eram já de molde a configurar situações de dolo ilícito), a consagração de deveres de informação e de transparência torna líquida a possível qualificação do dolo como *dolus malus*. Repare-se, alias, que esta pode ser uma questão determinante para a formação da vontade de contratar, por parte do investidor, não se duvidando da natureza essencial desse dolo.

Importa, aliás, lembrar que o Regulamento (UE) 2019/2088 impõe a todos os intervenientes no mercado que explicitem o modo como os riscos em matéria de sustentabilidade são integrados nas suas decisões de investimento, bem como os resultados da avaliação dos potenciais impactos dos riscos em matéria de sustentabilidade no rendimento dos produtos que disponibilizam. Tal como importa relembrar que sempre que um produto financeiro tiver como objetivo investimentos sustentáveis e tiver sido designado um índice de referência, estando em causa uma atividade económica que contribua para um objetivo ambiental, há que fornecer informações sobre esse objetivo para o qual contribui o investimento subjacente ao produto financeiro e descrever de que modo os investimentos subjacentes ao produto financeiro financiam atividades económicas que são qualificadas como sustentáveis do ponto de vista ambiental; e que devem ser prestadas estas informações, 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, para além das informações sobre o modo como essas características são alcançadas.

Fundamental é indagar se poderá ou não configurar-se uma hipótese de dolo do intermediário financeiro.

O problema equacionava-se já antes da aprovação do pacote legislativo em matéria de obrigação de informação e transparência. Para tanto entendia-se que o intermediário financeiro se obrigava, no aconselhamento devido em relação ao investidor, a esclarecê-lo acerca da natureza sustentável dos produtos financeiros e dos riscos específicos que ela envolve. Coobrigava-se, portanto, de acordo com a interpretação sistemática que se faça dos artigos 135º A e seguintes do CVM e a sua referência aos motivos da oferta e à afetação das receitas, como decorrência do princípio da boa-fé, a explicitar junto do investidor algumas das informações que devem ser divulgadas pelo emitente. Assim sendo, o engano que poderia ser assimilado unicamente pela intencionalidade problemática do erro-vício poderia convolar-se-ia num engano provocado, ou seja, numa hipótese de dolo.

Se o intermediário financeiro agisse como representante do emitente, a verificar-se a omissão intencional de informações essenciais no prospeto ou a adulteração (também intencional)<sup>32</sup>, nesse mesmo documento, de elementos respeitantes a informação relevante relativa à natureza sustentável do investimento, o dolo proviria do declaratório: é certo que o que relevaria seria a verificação na pessoa do representante dos factos que poderiam influir nos efeitos do negócio, nos termos do artigo 259º/1 CC; simplesmente, não só a boa-fé do representante não aproveitaria ao representado de má-fé, nos termos do nº 2 do mesmo preceito, como, uma vez que a elaboração do prospeto, sendo da responsabilidade do emitente, conta, nos termos do artigo 337º CVM, com a atividade auxiliar do inter-

<sup>32</sup> Atualmente, como referido, questiona-se se se poderá falar de dolo nos casos de indução negligente em erro. Porque estranho ao nosso âmbito de análise, não vamos, porém, debruçar-nos sobre a temática. Para outras considerações, cf. Mafalda Miranda BARBOSA, «Indução negligente em erro» e demais bibliografia aí citada sobre o ponto.

mediário financeiro, sempre se teria de concluir que este estaria ciente das razões do investimento e da alocação das receitas que se obtivessem, podendo também haver dolo da sua parte. É claro que, no caso da omissão de informações relativas à natureza sustentável da obrigação, a conclusão não é absolutamente segura. Na verdade, estamos aí a lidar com informação que, sendo relevante, e devendo constar do prospeto, pode ser obscura para o intermediário financeiro. Mas, porque, como referido, como a boa-fé do representante não aproveita ao emitente de má-fé, parece legítima a solução proposta de considerar relevante a este nível o dolo, pelo menos, do emitente.

Deve, porém, considerar-se que, havendo colocação simples, estamos diante de um contrato de prestação de serviços. Não sendo o intermediário financeiro representante do emitente, o dolo do declaratório é o dolo proveniente do emitente, relevando, portanto, a elaboração do prospeto. Ademais, mesmo atenta a intervenção do intermediário na elaboração de tal documento, a responsabilidade pelas informações contidas no prospeto será sempre do emitente, declaratório<sup>33</sup>. O negócio seria considerado anulável, porque o dolo provém do declaratório, quando esteja em causa a omissão de deveres de informação relativos à natureza sustentável do investimento.

Se o intermediário financeiro do investidor, ao qual dá uma ordem de subscrição de tais valores mobiliários ou com quem celebrou um contrato de gestão de carteira, fosse o mesmo do emitente, os problemas teriam de se equacionar de outro modo. Aqui avultam outros deveres de esclarecimento/informação a cargo do intermediário financeiro, que desempenha neste caso um duplo papel. Violados estes deveres com a intenção de induzir o investidor em erro, o dolo poderá provir de terceiro e não do declaratório. Nos termos do artigo 254.º/2 CC, «quando o dolo provier de terceiro, a declaração só é anulável se o destinatário tinha ou devia ter conhecimento dele; mas, se alguém tiver adquirido diretamente algum direito por virtude

<sup>33</sup> O dado questionável poderia ser, afinal, o de saber se houve ou não intenção de induzir a contraparte em erro. Assume, por isso, especial complexidade a questão aludida na nota precedente, remetendo-se para o citado estudo.

da declaração, esta é anulável em relação ao beneficiário, se tiver sido ele o autor do dolo ou se o conhecia ou devia ter conhecido». Se o intermediário financeiro fosse representante do emitente, poder-se-ia dizer que estaria, noutra veste, a agir em nome e no interesse daquele, donde se poderia concluir que, afinal, o dolo proviria do próprio declaratório<sup>34</sup>. Não sendo o intermediário financeiro representante do emitente e havendo, no caso da colocação simples, entre os dois um simples contrato de prestação de serviço, o dolo será dolo de terceiro, donde se exigiria que o emitente tivesse conhecimento do dolo. O negócio só seria anulável se este requisito fosse provado<sup>35</sup>. Seria, contudo, sempre anulável em relação ao benefício que o intermediário financeiro (terceiro) obtivesse com a declaração.

Na hipótese de colocação com garantia ou colocação com tomada firme, em que o investidor tem um intermediário financeiro, ao qual dá uma ordem de subscrição de tais valores mobiliários; ou em que o intermediário financeiro do investidor, ao qual dá uma ordem de subscrição de tais valores mobiliários ou com quem celebrou um contrato de gestão de carteira, é o mesmo do emitente, o intermediário financeiro do emitente assume o risco de colocação dos valores mobiliários no mercado<sup>36</sup>. A contraparte do negócio celebrado com o investidor será o próprio intermediário financeiro. A elaboração do prospeto será da responsabilidade do emitente. Contudo, nessa elaboração conta com a assistência técnica do intermediário financeiro, nos termos do artigo 337.º CVM<sup>37</sup>. O intermediário financeiro terá necessariamente de conhecer a situação financeira do emitente e as informações constantes no prospeto, que, aliás, vai utilizar na negociação posterior, incluindo o destino a dar ao investimento e a

<sup>34</sup> Cf. artigo 259.º/1 e 2 CC.

<sup>35</sup> Repare-se que, no caso do contrato de gestão de carteira, o investidor passa a ser titular dos títulos adquiridos pela entidade bancária no caso de a gestão ser representativa. De outra forma, apenas lhe cabe um direito de crédito contra o banco, que Carneiro da Frada identifica como sendo o direito ao resultado da administração efetuada – cf. M. Carneiro da Frada, «Crise financeira mundial e alteração das circunstâncias», 43 s.

Estas considerações são também válidas para a alínea precedente.

<sup>36</sup> No caso de colocação com garantia, apenas assume tal risco residualmente.

<sup>37</sup> Cf., também, o artigo 113.º/2 CVM.

natureza verde do projeto. Resta, por isso, concluir que o dolo do terceiro (emitente) será também dolo do declaratório (intermediário), donde, a verificar-se, o negócio será anulável. No caso de não-esclarecimento devido por parte do intermediário financeiro do investidor (que seja o mesmo que coloca os valores mobiliários no mercado), o dolo será também do declaratório, fundamentando a anulabilidade do negócio<sup>38</sup>. Tal como o erro-vício, o dolo é fundamento da anulabilidade do negócio. Esta solução torna-se hoje ainda mais evidente atentos os deveres de informação e de transparência a que ficam vinculados os consultores financeiros.

A pretensão anulatória pode ser acompanhada de um pedido indemnizatório. De facto, podem avultar neste complexo relacional hipóteses de responsabilidade civil. Esta pode fundar-se na responsabilidade pré-contratual, na responsabilidade contratual ou, atendendo à natureza de disposições legais de proteção de interesses alheios que as normas que consagram as obrigações de informação possam ter, em responsabilidade extracontratual, colocando-se aí ulteriores e complexos problemas de imputação (outrora dita causalidade).

Anulado o negócio, o emitente pode ter de indemnizar o investidor pelo interesse contratual negativo, colocando-o na posição em que ele estaria se não tivesse confiado na celebração de um negócio inválido<sup>39</sup>. Em causa está, portanto, a indemnização pela imobilização do capital investido, a indemnização pela perda de outras oportunidades de investimento. Já no caso do intermediário financeiro,

<sup>38</sup> Haveria aqui de ponderar o problema da indução negligente em erro.

Caso ele seja representante simultâneo do emitente e do investidor, colocar-se-á a hipótese de anulabilidade com base na figura do negócio consigo mesmo, nos termos do artigo 261.º CC. A figura do negócio consigo mesmo haverá, contudo, de ser compreendida com cautelas no seio do mercado de capitais. Na verdade, importa não esquecer a possibilidade de haver cruzamento de ordens de clientes com a carteira própria do intermediário ou *dealer*. Sobre o ponto, cf. o que se disse *supra* e a lição de J. Engrácia ANTUNES, «Os contratos de intermediação financeira», 302 s.

<sup>39</sup> A doutrina maioritária tem entendido que, ao nível da responsabilidade pré-contratual, o que se indemniza é o interesse contratual negativo. A posição não é, contudo, unânime. Sobre o ponto, com amplo desenvolvimento, Paulo Mota PINTO, *Interesse contratual negativo e interesse contratual positivo*, Coimbra Editora, Coimbra, 2009

está em causa a responsabilidade contratual<sup>40</sup>, indemnizando-se o interesse contratual positivo, e, assim, colocando-se o lesado na posição em que estaria se o contrato tivesse sido pontualmente cumprido. Ora, sendo o incumprimento relativo ao contrato de intermediação financeira, e sendo o dever violado o dever de informação relativo à natureza verde da obrigação, os danos que se podem reconduzir ao núcleo do interesse contratual preterido são os que resultam da celebração de um contrato que, com o exato conhecimento da realidade, não teria sido celebrado, o que quer dizer que o interesse contratual positivo coincide aqui com o interesse contratual negativo compensável no quadro da responsabilidade (pré-contratual) do emitente.

#### *b) Impact investment*

Muitos sujeitos podem não querer apenas excluir projetos que estejam em contradição com os fatores ESG, mas ativamente investir em instrumentos financeiros emitidos por entidades que se proponham levar a cabo projetos com um impacto positivo em termos ambientais, sociais ou de governo das sociedades. Surgem, então, determinadas obrigações específicas de que são exemplo as *green bonds*, mas também as *social bonds* e as *blue bonds*.

As *green bonds* são valores mobiliários com um resultado fixo, com as quais se pretende angariar capital para financiamento de um ou mais projetos (futuros ou já existentes) com específicos benefícios ambientais. Pense-se, por exemplo, na hipótese em que A emite determinadas obrigações com o objetivo de financiar um projeto de energia renovável ou de transporte coletivo de baixo car-

<sup>40</sup> Nas hipóteses em que o intermediário financeiro assume o risco de colocação dos valores mobiliários no mercado, surgindo como declaratário no negócio de aquisição dos títulos pelo investidor, poderá haver também responsabilidade pré-contratual, pela celebração de um contrato inválido. A responsabilidade contratual avulta pela violação das regras próprias da intermediação financeira, quando haja entre aquele intermediário (banco) e o investidor uma relação contratual.

bono<sup>41</sup>. Já as *social bonds* têm como objetivo obter financiamento para causas sociais, designadamente o combate à pobreza; e as *blue bonds* têm como finalidade a angariação de capital para proteção dos recifes de coral.

Se em relação a cada uma delas valem, até com mais intensidade, as considerações anteriores, até porque mais nitidamente, neste caso, estamos diante de um produto financeiro que tem como objetivo um investimento sustentável, podendo ter sido designado um índice de referência, e de uma atividade económica que contribua para um objetivo ambiental, pelo que haverá, como já se sabe, de se fornecer informações sobre esse objetivo para o qual contribui o investimento subjacente ao produto financeiro e descrever de que modo os investimentos subjacentes ao produto financeiro financiam atividades económicas que são qualificadas como sustentáveis do ponto de vista ambiental.

Porém, colocam-se ulteriores problemas. Assumamos como paradigma das nossas considerações as *green bonds*.

Contrariamente ao que se poderia supor, não existe apenas um tipo de *green bonds*, mas vários<sup>42</sup>. Os quatro tipos sistematizados pela ICMA – *International Capital Market Association* não configuram, sequer, um elenco taxativo, fechado e imutável. Pelo contrário, e como a própria entidade esclarece, mais tipos poderão emergir à medida que forem sendo desenvolvidos pelo mercado novos esquemas negociais.

Entre os tipos sistematizados até ao momento, encontramos:

- a) as *green use proceeds bonds*, isto é, uma *recourse-to-the-issuer debt obligation* (uma obrigação que permite que, em caso de não cumprimento, o devedor possa ser executado até ao montante da dívida, não ficando limitada a possibilidade

<sup>41</sup> Cf. ICMA, *Green bond principles – Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds*, 2016 ( [www.icmagroup.org/socialbonds.org](http://www.icmagroup.org/socialbonds.org).)

<sup>42</sup> Para uma análise dos diversos tipos de *green bonds*, cf. ICMA, *Green bond principles – Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds*, Anexo I – *Types of green bonds*, 7. Cf., ainda, a este propósito, Jacqueline HENG, *Green bonds*, 2017, <https://www.nortonrosefulbright.com/en/knowledge/publications/ae8062e8/green-bonds>,

de demanda ao valor de uma garantia que tenha sido acordada), na qual o capital obtido deve ser creditado numa subconta, transferido para um subportefólio, ou, de todo o modo, rastreado pelo emitente e atestado por um processo interno formal de que estará ligado às operações de investimento do emitente elegíveis para efeitos de projeto ambientalmente positivo<sup>43</sup>;

- b) as *green use of proceeds revenue bond*, isto é, uma *non-recourse-to-the-issuer debt obligation* (uma obrigação garantida por um colateral, não podendo o investidor obter compensação, em caso de não cumprimento, para lá da execução da garantia), na qual o risco de crédito serve para garantir o fluxo de caixa da fonte de receita, taxas, comissões, etc., e os *proceeds* (rendimento obtido) servem para financiar projetos verdes relacionados ou não relacionados. O rendimento obtido deve ser creditado numa subconta, transferido para um subportefólio, ou, de todo o modo, rastreado pelo emitente e atestado por um processo interno formal de que estará ligado às operações de investimento do emitente elegíveis para efeitos de projeto ambientalmente positivo<sup>44</sup>;
- c) as *green use of proceeds project bond*, ou seja, uma *project bond* (obrigação emitida para financiar um projeto, que será paga exclusivamente com os fluxos gerados pelo projeto) para um só ou vários projetos ecologicamente sustentáveis, de tal modo que o investidor fica diretamente exposto ao risco do investimento/projeto, com ou sem possibilidade de demandar na globalidade o emitente;
- d) as *green use of proceeds securitised bond*, ou seja, uma obrigação garantida por um ou mais específicos projetos verdes, incluindo, entre outros, *covered bonds*, títulos garantidos por ativos e outras estruturas. A primeira fonte de pagamento

<sup>43</sup> ICMA, *Green bond principles – Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds*, Anexo I – *Types of green bonds*, 7.

<sup>44</sup> ICMA, *Green bond principles – Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds*, Anexo I – *Types of green bonds*, 7.



é geralmente o fluxo de caixa dos ativos que garantem os títulos<sup>45</sup>.

Por outro lado, o ICMA vem sublinhar que apenas devem ser consideradas *green bonds* aquelas que estejam em conformidade com os *green bond principles*, integrados por quatro componentes<sup>46</sup>.

Assim, a pedra de toque de uma obrigação verde reside na utilização do capital nos projetos ambientalmente sustentados, que devem ser adequadamente descritos pelo emitente. Os investimentos financeiramente sustentáveis devem, realmente, incorporar os fatores ESG que afirmam ter<sup>47</sup>. Todas as *green bonds* devem oferecer benefícios ambientais claros, que deverão ser avaliados e quantificados, se possível, pelo emitente<sup>48</sup>. Para tanto será fundamental cumprir os deveres de transparência e informação.

Além disso, o rendimento obtido deve ser creditado numa subconta, transferido para um subportefólio, ou, de todo o modo, rastreado pelo emitente e atestado por um processo interno formal de que estará ligado às operações de investimento do emitente elegíveis para efeitos de projeto ambientalmente positivo.

Ademais, os deveres de informação não se esgotam no período pré-contratual. Já depois da subscrição obrigacionista, o emitente deve apresentar de relatórios demonstrativos da forma como as receitas das obrigações verdes foram alocadas e os principais indicadores de desempenho ambiental. Recomenda-se, ainda, que os emitentes cumpram determinados deveres de consultadoria, com o recurso a uma entidade externa, pública ou privada, no sentido do aconselhamento sobre os projetos; de auditoria, promovendo-se a verificação de todo o processo por parte de entidades externas; e de certificação do processo de emissão das obrigações também por

<sup>45</sup> ICMA, *Green bond principles – Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds*, Anexo I – *Types of green bonds*, 7.

<sup>46</sup> ICMA, *Green bond principles – Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds*, 2 s.

<sup>47</sup> CMVM, *Documento de reflexão e consulta sobre finanças sustentáveis*, 6 e ICMA, *Green bond principles – Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds*, 2.

<sup>48</sup> ICMA, *Green bond principles – Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds*, 2.

uma entidade certificadora externa<sup>49</sup>. Poderá, ainda, obter de um terceiro uma notação de risco.

Significa isto que as *green bonds* passarão a integrar dois tipos de reporte: ao tradicional reporte financeiro associar-se-á um reporte ambiental, que deverá respeitar os princípios atrás mencionados. O prospeto da emissão obrigacionista torna-se assim mais complexo e o processo de emissão dos valores mobiliários mais dispendioso, sendo certo, igualmente, que os valores mobiliários em causa envolvem mais riscos do que os normalmente associados aos mercados financeiros.

Ou seja, as *green bonds* envolvem riscos que ultrapassam os normais riscos do investimento. Na verdade, ao risco de crédito e ao risco de mercado associa-se o risco de não cumprimento do projeto verde que se financia ou que serve de garantia da obrigação, ou ainda o risco de fraco desempenho ambiental desse mesmo projeto. Tal risco específico afeta, simultaneamente, o emitente e o investidor. Este porque não vê realizadas as finalidades que procurou associar ao seu investimento (ou, como veremos, porque a falência do projeto verde determina o próprio incumprimento do seu crédito); aquele porque pode ver a sua posição afetada pela falha no projeto, quer por uma eventual demanda do credor obrigacionista, quer pelo dano reputacional que se pode gerar, com a conseqüente quebra de confiança do mercado.

Estes problemas – que se enunciam de forma muito genérica – requerem uma resposta a diferentes níveis. Na verdade, consoante a estrutura da *green bond* contratada, assim será diferente o plano problemático em que o jurista se há de inserir.

Em primeiro lugar, podem colocar-se problemas que resultam do que na gíria financeira vem conhecido por assimetrias de informação, sentindo-se o investidor enganado pelo facto de o impacto ambiental positivo não ser aquele que foi anunciado. Mas podem também ocorrer, posteriormente à subscrição obrigacionista, exter-

<sup>49</sup> CONSELHO EMPRESARIAL PARA O DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL, *Dever fiduciário e investimento responsável*, 30 e ICMA, *Green bond principles – Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds*, 4.

nalidades ambientais negativas<sup>50</sup> ou, em situações extremas, constatar-se que o emitente não concretiza o projeto sustentável a que se tinha comprometido. Tais hipóteses, em abstrato consideradas, suscitam diversos problemas jurídicos, a envolver o risco de responsabilização do emitente e do próprio intermediário financeiro.

Posteriormente à emissão de obrigações verdes, o emitente continua vinculado ao cumprimento de uma série de deveres de informação, que passam pela apresentação de relatórios periódicos e pela publicação de dados relativos às receitas e aos principais indicadores de desempenho ambientais. O cumprimento de tais obrigações é essencial para o investidor poder controlar a natureza verde do seu investimento e o real impacto do projeto que, com a subscrição dos valores mobiliários amigos do ambiente, financia. Isto reforça a ideia da dependência da obrigação relativamente ao fim.

Tendo em conta que na base de uma subscrição obrigacionista está um contrato de mútuo, podemos chamar à colação, em certa medida, a ideia de mútuo de escopo, isto é, de um mútuo no qual o mutuário fica adstrito a dar um determinado destino à importância recebida<sup>51</sup>. Significa isto que a aplicação do capital investido num projeto diverso daquele que foi previamente delineado ou a alteração do projeto de modo a perder a sua natureza *verde* leva-nos a aventar a hipótese de resolução do contrato<sup>52</sup>.

Simplemente, a disciplina do mútuo de escopo não pode ser acriticamente considerada. De acordo com a posição de Menezes Cordeiro, “em termos jurídicos, a consignação, num contrato de mútuo, de determinado escopo, para a aplicação do financiamento redundava na assunção de um dever, a cargo do mutuário. (...) No caso de incumprimento, o banqueiro poderia resolver o contrato, provocando o vencimento imediato da obrigação de restituição.

<sup>50</sup> CMVM, *Documento de reflexão e consulta sobre finanças sustentáveis*, 7, dando o exemplo de um investimento sustentável que sofre perdas nos retornos EGS em resultado de coimas aplicadas ao respetivo emitente, sem que os investidores tenham sido alertados para tal risco.

<sup>51</sup> Cf. Menezes CORDEIRO, *Direito Bancário*, Almedina, Coimbra, 2016, 677

<sup>52</sup> Cf. Menezes CORDEIRO, *Direito Bancário*, 677 e Menezes LEITÃO, *Direito das Obrigações*, III, 12ª edição, Almedina, Coimbra, 2018, 423.

Essa faculdade de resolução por desrespeito do escopo deve ficar contratualmente consignada. Alguns bancos têm, assim, o cuidado de inserir, em cláusulas contratuais gerais relativas à concessão de crédito, uma cláusula resolutória correspondente à inobservância do escopo<sup>53</sup> Mas, a possibilidade de resolução do contrato resulta, em certos casos, diretamente da lei.

O que se questiona, portanto, é se, em face do silêncio da lei e na ausência de estipulação expressa de uma cláusula resolutiva pelas partes, pode ou não exercer-se este direito à resolução. Ora, quanto a este problema, cremos que a nossa resposta deve ser afirmativa. Sustentamos o nosso sim num argumento que nos parece suficientemente forte: se a previsão da realização do projeto ambientalmente sustentável integra a base do negócio e condiciona a modelação das obrigações principais assumidas, então, uma alteração do destino a dar ao capital emprestado não pode deixar de afetar o núcleo essencial do negócio, com repercussões óbvias ao nível da subsistência das obrigações principais. De certo modo, podemos chamar à colação o regime da alteração superveniente das circunstâncias. Esta, aliás, parece ser a única via para a resolução a que se alude quando a não concretização do projeto *verde* se ficar a dever a circunstâncias exteriores à vontade do emitente. Mas fora dessa hipótese de não imputabilidade do não cumprimento, a determinar a extinção da obrigação (diversa da obrigação principal de pagamento), e, conseqüentemente, a alteração do quadro negocial que foi pressuposto aquando da subscrição dos valores mobiliários, cremos que é possível invocar um não cumprimento de uma obrigação acessória para justificar a resolução por incumprimento, com a vantagem de uma pretensa responsabilização do emitente. No mais, tratando-se de uma obrigação na qual o retorno financeiro fica dependente do sucesso do projeto ambientalmente sustentável que visa financiar, então, a alteração do destino do capital mutuado determina, afinal, o próprio incumprimento da obrigação principal, com necessário impacto em sede de resolução do contrato.

<sup>53</sup> Menezes CORDEIRO, *Direito Bancário*, Almedina, Coimbra, 2014, 677

A acompanhar a resolução, levanta-se novamente o problema de uma eventual responsabilidade do emitente. Saber se ela – que só existe quando o não cumprimento possa ser imputável ao devedor – cobre o interesse contratual negativo ou positivo passa por determinar qual o âmbito do dever concretamente violado. Ora, independentemente da resposta que em geral se possa oferecer para a questão – se uma resposta genérica pode ser formulada –, no caso concreto, parece não se poder defender outra solução senão aquela que passe pela indemnização do interesse contratual negativo. Repare-se, aliás, que o dano do cumprimento pode inexistir: ao cumprir-se a obrigação principal, o interesse preterido é o interesse ambiental que, radicando num bem jurídico supraindividual, não pode ser considerado para efeitos indemnizatórios. Já não será assim, quando esteja em causa uma obrigação cujo retorno financeiro fique dependente do sucesso do projeto sustentável do ponto de vista ESG. Pensemos: diante de uma *green proceeds use project bond*, (obrigação emitida para financiar um projeto, que será paga exclusivamente com os fluxos gerados pelo projeto), o investidor fica diretamente exposto ao risco do investimento/projeto, com ou sem possibilidade de demandar na globalidade o emitente. Aqui o problema é claramente o do não cumprimento de uma obrigação principal, com repercussões em sede de responsabilidade do emitente. Do mesmo modo, as *green use of proceeds securitised bond* (obrigações garantidas por um ou mais específicos projetos verdes, incluindo, entre outros, *covered bonds*, títulos garantidos por ativos e outras estruturas, sendo a primeira fonte de pagamento, geralmente, o fluxo de caixa dos ativos que garantem os títulos) colocam problemas atinentes ao eventual incumprimento da obrigação principal, fazendo avultar a ideia de que o risco do projeto sustentável corre por conta do investidor. A opção entre a indemnização do interesse contratual negativo ou do interesse contratual positivo já não recebe, por isso, uma resposta automática, havendo de se perscrutar o âmbito de proteção da obrigação principal que foi quebrada.

Naquelas hipóteses em que, fruto dos esquemas de colocação dos valores mobiliários no mercado gizados, o contrato é celebrado diretamente entre o intermediário financeiro e o investidor, o primeiro poderá ser responsabilizado contratualmente por via do artigo 800º

CC. Embora seja ele o intermediário, ao comercializar obrigações, a instituição financeira assume a obrigação de consignação do capital financiado ao projeto verde, utilizando o emitente como um terceiro que cumpre essa obrigação.

#### 4. Breve reflexão conclusiva

A ideia de finanças sustentáveis funciona como uma forma de canalização do capital privado para a realização de finalidades positivamente valoradas do ponto de vista humano, social e ambiental. Nessa medida, envolve uma relação dialética com o mercado: por um lado, só é concretizável quando, através do cumprimento de certos deveres de transparência, se gerar a devida confiança no mercado; por outro lado, é a pressão do mercado que, condicionado pelos valores dominantes em cada época, força os investimentos sustentados. Mas importa não esquecer que, sobretudo no caso de *impact investment*, há riscos acrescidos que não podem ser esquecidos, motivo suficiente para que os administradores de sociedades comerciais, no cumprimento dos deveres impostos pelo artigo 64º CSC, possam não estar disponíveis para este tipo de investimento. Por outro lado, numa reflexão com um âmbito mais amplo e mais aprofundado, a sustentabilidade a que se alude, não sendo determinada pelos agentes do mercado, mas imposta pela agenda mundial, pode implicar uma uniformização do pensamento, que fica, assim, refém de ideias pré-concebidas.