

**Universidade Católica Portuguesa**

Faculdade de Direito - Escola de Lisboa

Mestrado em Direito Empresarial



**CATÓLICA**  
**FACULDADE DE DIREITO**

---

ESCOLA DE LISBOA

***Green Bonds* e a Proposta de Regulamento Europeu relativo às obrigações verdes europeias: um passo à frente ou um passo atrás?**

Tiago Younes Pires Carvalheiro Peyroteo

Orientação: Professor Doutor André Figueiredo

Lisboa

Agosto de 2023

**Palavras-chave:** *green bonds*; proposta de regulamento; obrigações verdes; *green bond principles*; governação privada; governação pública; taxonomia; *greenwashing*.

## ÍNDICE

Abreviaturas e Siglas.....	4
1. Introdução.....	5
2. Considerações iniciais .....	6
2.1. Enquadramento histórico.....	6
2.2. Definição .....	8
2.3. Fatores para o crescimento do mercado das obrigações verdes .....	9
3. Governança privada do mercado de obrigações verdes .....	10
3.1. Os <i>Green Bond Principles</i> .....	11
3.1.1. Uso das Receitas.....	12
3.1.2. Processo para a Avaliação e Seleção de Projetos.....	13
3.1.3. Gestão das Receitas .....	14
3.1.4. Reportes.....	14
3.1.5. Recomendações chave.....	15
3.1.6. Análise crítica e impacto dos GBP.....	16
3.2. Limitações da governança privada .....	17
3.2.1. Ausência de direitos passíveis de ação.....	18
3.2.2. Ausência de reportes, métricas e transparência.....	21
3.2.3. <i>Greenwashing</i> .....	22
3.2.4. Pluralismo regulatório .....	24
4. Governança pública do mercado das obrigações verdes.....	25
4.1. Objetivos da Proposta de Regulamento.....	27
4.2. Componentes da Proposta de Regulamento .....	28
4.2.1. Alinhamento com o Regulamento da Taxonomia.....	28
4.2.1.1. Contribuir substancialmente para um ou mais objetivos ambientais .....	29
4.2.1.2. Não prejudicar significativamente nenhum dos objetivos ambientais .....	32
4.2.1.3. Salvaguardas mínimas .....	34
4.2.1.4. Critérios técnicos de avaliação .....	34
4.2.2. Transparência na afetação das receitas.....	35
4.2.2.1. Ficha informativa e verificação pré-emissão.....	35
4.2.2.2. Relatórios anuais de afetação e verificação pós-emissão .....	36

4.2.2.3. Relatório de impacto.....	37
4.2.3. Revisão externa e supervisão dos revisores externos.....	38
4.3. Análise crítica da Proposta de Regulamento .....	40
5. Natureza voluntária da Proposta de Regulamento .....	42
6. Conclusão .....	46
Bibliografia.....	48

## Abreviaturas e Siglas

<b>CMVM</b>	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
<b>CSC</b>	Código das Sociedades Comerciais
<b>CVM</b>	Código dos Valores Mobiliários
<b>ESMA</b>	<i>European Securities and Markets Authority</i> (Autoridade Europeia de Mercados de Valores Mobiliários)
<b>EuGB</b>	<i>European green bond</i> (obrigação verde europeia)
<b>GBP</b>	<i>Green Bond Principles</i>
<b>ICMA</b>	<i>International Capital Market Association</i> (Associação Internacional de Mercado de Capitais)
<b>OCDE</b>	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
<b>PME</b>	Pequena e média empresa
<b>UE</b>	União Europeia
<b>UMC</b>	União dos Mercados de Capitais

## 1. Introdução

Nos termos da alínea b) do n.º 1 do artigo 1.º do CVM, obrigações são valores mobiliários representativos de direitos de crédito, estando regulados fundamentalmente no CSC, nomeadamente nos seus artigos 348º ss. Por sua vez, o artigo 360º do CSC apresenta um leque meramente exemplificativo de modalidades de obrigações que podem ser emitidas por Sociedades Comerciais. Contudo, e tal como sublinha ORLANDO VOGLER GUINÉ, “*esta norma é especialmente significativa mais pelo que não diz do que pelo que diz*”<sup>1</sup>, e uma modalidade que não se encontra prevista no mencionado artigo, mas que tem crescido a um ritmo notável nos últimos anos são as *Green Bonds*.

Como veremos, as *Green Bonds*, ou obrigações verdes, diferenciam-se de uma obrigação comum na medida em que o instrumento de dívida visa apoiar instituições e projetos respeitadores do ambiente<sup>2</sup>, especialmente projetos rotulados como “verdes”.

O mercado global anual de obrigações verdes cresceu de menos de 90 mil milhões de euros em 2016, para mais de 480 mil milhões de euros em 2021<sup>3</sup>, prevendo-se que o mercado global anual de “dívida verde”, que inclui outros instrumentos de investimento sustentável, atinja 1 bilião de euros em 2023 e 1,5 biliões de euros em 2025<sup>4</sup>. Em simultâneo, o mercado europeu de obrigações verdes atingiu 142 mil milhões de dólares em 2021<sup>5</sup>, tornando-se um dos pontos focais da revolução verde europeia<sup>6</sup>, sendo que em 2020 o euro tornou-se a principal moeda para as emissões de obrigações verdes, uma vez que quase 50% do número total de transações a nível mundial foram realizadas em euros<sup>7</sup>.

---

<sup>1</sup> GUINÉ, ORLANDO VOGLER, “Art. 360º CSC – Modalidades de Obrigações”, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, vol. VI, Almedina, Coimbra, 2012, p. 896.

<sup>2</sup> Cfr. PRECLAW, RYAN e BAKSHI, ANTHONY, “The Cost of Being Green”, *Barclays | U.S. Credit Focus*, 2015.

<sup>3</sup> Segundo a *Climate Bonds Initiative*, disponível em: [Green bonds market on track for a record half trillion year: USD496.1bn issued across all sustainable debt labels in H1 2021 as markets surge | Climate Bonds Initiative](https://www.climatebonds.net/2022/04/sustainable-debt-tops-1-trillion-record-breaking-2021-green-growth-75-new-report).

<sup>4</sup> Segundo a *Climate Bonds Initiative*, disponível em: <https://www.climatebonds.net/2022/04/sustainable-debt-tops-1-trillion-record-breaking-2021-green-growth-75-new-report>.

<sup>5</sup> *Ibid.*

<sup>6</sup> Cfr. PARK, STEPHEN, “Investors as regulators: green bonds and the governance challenges of the sustainable finance revolution”, *Stanford Journal of International Law*, Vol. 54, No. 1, 2018 *University of Connecticut School of Business Research Paper No. 18-12*, 2018, p. 4.

<sup>7</sup> Cfr. LIBOREIRO, JORGE, “Green bonds: can the EU really become the world’s largest issuer of climate-conscious finance?”, *Euronews*, 2021.

Por forma a promover o desenvolvimento do mercado das obrigações verdes, o ICMA introduziu em 2014 os GBP, um instrumento de *soft law* composto por quatro princípios para a emissão de obrigações rotuladas de verdes, e que se tornaram referência no mercado sustentável. O mercado das obrigações verdes cresceu na ausência de regulamentação para além de diretrizes voluntárias como as GBP.

No Pacto Ecológico Europeu (*European Green Deal*), contudo, a Comissão Europeia anunciou que iria estabelecer um quadro comum aplicável às EuGB<sup>8</sup>, tendo a proposta de regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo às obrigações verdes europeias (doravante, a “Proposta de Regulamento”)<sup>9</sup>, sido publicada a 6 de junho de 2021<sup>10</sup>.

A Proposta de Regulamento representa uma mudança decisiva para o mercado de obrigações verdes da UE, uma vez que assume a forma de regulamento comunitário diretamente aplicável.

Nesta dissertação pretendemos perceber qual o papel e as limitações da governação privada deste mercado de obrigações verdes, analisar criticamente a Proposta de Regulamento e o respetivo método de regulamentação adotado, bem como perspetivar o impacto que esta poderá ter no mercado de obrigações verdes da UE.

## **2. Considerações iniciais**

### **2.1. Enquadramento histórico**

A preocupação com o tema da sustentabilidade no âmbito do mercado de capitais e sistema financeiro surgiu nos anos 50 do século XX<sup>11</sup>, através do denominado *Corporate Social*

---

<sup>8</sup> “Estabelecer uma norma para as obrigações verdes da UE, em 2020, e explorar a forma como esta norma, bem como outros quadros facilitadores, podem aumentar o financiamento público e privado de investimentos sustentáveis”.

<sup>9</sup> Disponível em: [resource.html \(europa.eu\)](#).

<sup>10</sup> À data desta dissertação, a Proposta de Regulamento em análise ainda não foi publicada. Em 28 de fevereiro de 2023 foi obtido o acordo político entre o Parlamento Europeu e o Conselho, conforme notícias diária de 1 de março de 2023, disponível em inglês em: [Daily News 01 / 03 / 2023 \(europa.eu\)](#).

<sup>11</sup> Cfr. CARROLL, ARCHIE B., “A History of Corporate Social Responsibility Concepts and Practices”, *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*, p. 25, 2008.

*Responsibility*<sup>12</sup>, quando os emitentes começaram a reconhecer o seu papel em termos de responsabilidade corporativa e um maior envolvimento com a comunidade em geral.

Com o avançar das décadas, os emitentes começaram a focar-se em problemas específicos, tais como a decadência urbana, a discriminação racial e a poluição ambiental, tomando efetivas ações em termos organizacionais e de gestão, de forma a colmatar diferentes dificuldades que envolvessem *Corporate Social Responsibility*<sup>13</sup>. A partir da década de 1990, tornou-se evidente que a economia global sofreu grandes alterações em prol do cumprimento das metas ambientais, contexto no qual os emitentes foram obrigados a repensar o modelo de gestão tradicional, no qual a avaliação de uma empresa dependia única e exclusivamente da sua performance económica<sup>14</sup>.

A primeira emissão de obrigações verdes ocorreu em 2007, pelo Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD), quando um grupo de fundos de pensões suecos procurava investir em projetos que contribuíssem para o clima, mas não sabia como encontrar esses projetos<sup>15</sup>. Não obstante, a tendência recente de adoção de fatores de sustentabilidade nos mercados financeiros ganhou um papel de relevo na sociedade com os objetivos do milénio das Nações Unidas<sup>16</sup>, a realização do Acordo de Paris<sup>17</sup>, e a criação da Agenda 2030<sup>18</sup>.

Assim, foi neste contexto de transição e de criação de obrigações por parte da UE em estabelecer estratégias, de longo prazo, como as de reduzir as suas emissões em 40% até 2030, que

---

<sup>12</sup> Caracterizada como a contribuição voluntária das empresas para o desenvolvimento sustentável que vai para além de requisitos legais.

<sup>13</sup> Cfr. CARROLL, ARCHIE B., *op. cit.*, p.26.

<sup>14</sup> Cfr. AKAKI, ALEXIS S., CRISTÓFALO, RENAN G., ABE, TATIANA C., MIRAGLIA, SIMONE K. e MORANO, ROGERIO S., “Sustentabilidade e o mercado financeiro: estudo do desempenho de empresas que compõem o índice de sustentabilidade empresarial (ISE)”, *Revista de Gestão*, v.23, n. 4, p. 288, 2016.

<sup>15</sup> Segundo o Banco Mundial, “10 Years of Green Bonds: Creating the Blueprint for Sustainability Across Capital Markets”, disponível em: [worldbank.org/en/news](http://worldbank.org/en/news).

<sup>16</sup> Objetivos internacionais de desenvolvimento que foram estabelecidos após a adoção da Declaração do Milénio das Nações Unidas, cujo 7º objetivo é “garantir a sustentabilidade ambiental”.

<sup>17</sup> O Acordo de Paris é um tratado internacional juridicamente vinculativo sobre as alterações climáticas, ratificado por, pelo menos, 55 países, que representam, no mínimo, 55% das emissões mundiais de gases com efeito de estufa.

<sup>18</sup> A Agenda 2030 é uma agenda alargada e ambiciosa que aborda várias dimensões do desenvolvimento sustentável e que promove a paz, a justiça e instituições eficazes, sendo constituída por 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS).

instrumentos como as obrigações verdes ganharam maior destaque no âmbito do mercado de capitais.

A primeira emissão de obrigações verdes empresariais foi efetuada em 2013, pela empresa imobiliária sueca Vasakronan<sup>19</sup>. Esta emissão abriu caminho para que empresas como a EDF, a Iberdrola, o BBVA ou a Toyota emitissem obrigações verdes e dessem início à expansão deste mercado. Em Portugal foi realizada a primeira emissão deste tipo de instrumento por parte da EDP, em 2018, no valor de 600 milhões de euros, com vista ao financiamento do portefólio de projetos renováveis da EDP Renováveis<sup>20</sup>. Estas emissões financiaram o desenvolvimento de energias renováveis e a produção de baixo carbono como parte dos principais modelos de negócio das empresas.

Em outubro de 2021, a Comissão Europeia emitiu a sua primeira obrigação verde, angariando um total de 12 mil milhões de euros a utilizar exclusivamente para financiar investimentos verdes e sustentáveis em toda a UE<sup>21</sup>. Tal como anunciado pelo Comissário Europeu Johannes Hahn, a Comissão Europeia poderá emitir até 250 mil milhões de euros em obrigações verdes como parte do fundo de recuperação pós-COVID-19 para ajudar os Estados-Membros a realizar as suas iniciativas respeitadoras do ambiente<sup>22</sup>.

## 2.2. Definição

Não existe uma definição legal para as obrigações verdes, nem um padrão definitivo que permita classificar uma obrigação como verde. Segundo a definição apresentada pela OCDE, estas distinguem-se de uma obrigação tradicional por serem rotuladas como “verdes” pelo emitente, em virtude de se destinarem exclusivamente ao financiamento de projetos, ativos ou atividades empresariais “verdes”<sup>23</sup>.

---

<sup>19</sup> Cfr. HAY, JON, “Vasakronan issues ‘first’ corporate green bond”, *Global Character*, 2013.

<sup>20</sup> Segundo informação privilegiada divulgada pela CMVM, disponível em: [FR69851.pdf \(cmvm.pt\)](#).

<sup>21</sup> Cfr. SIVARAMAKRISHNAN, SIDDHARTHA, BASU, RANAJAY e DERESKEVICIUTE, RAMINTA, “European Commission issues its first—and the world’s largest—Green Bond”, *McDermott Will & Emery + Insights*, 2021.

<sup>22</sup> Cfr. LIBOREIRO, JORGE, *op. cit.*

<sup>23</sup> Segundo a OCDE, “Green bonds - Mobilising the debt capital markets for a low-carbon transition POLICY PERSPECTIVES”, disponível em: [Green bonds PP \[f3\] \[lr\].pdf \(oecd.org\)](#).

Contudo, as obrigações verdes apresentam características semelhantes às obrigações tradicionais tanto em termos de risco de crédito como no montante colocado em oferta<sup>24</sup>, visto que emergiram como um dos elementos mais dinâmicos e relevantes do financiamento sustentável, com a procura de obrigações verdes a ultrapassar claramente a oferta, conduzindo ao chamado *greenium*<sup>25</sup>. Assim, para além de avaliarem as características padrão de uma obrigação, como a sua maturidade, cupão, preço e qualidade creditícia, os investidores também avaliam o propósito ambiental específico dos projetos que estas obrigações pretendem financiar<sup>26</sup>.

O ICMA divide ainda as obrigações verdes em quatro tipos específicos: as (i) obrigações normalizadas de utilização das receitas<sup>27</sup>, (ii) obrigações verdes com base nas receitas<sup>28</sup>, (iii) obrigações verdes para projetos<sup>29</sup>, (iv) obrigações verdes garantidas<sup>30</sup>. Para efeitos da presente dissertação, não iremos distinguir entre os diversos tipos de obrigações verdes.

### **2.3. Fatores para o crescimento do mercado das obrigações verdes**

Um dos fatores que ajuda a explicar o crescimento do mercado de obrigações verdes prende-se com a crescente influência, no domínio financeiro, da preocupação com o ambiente e com as “causas verdes”. Estudos sugerem que os investidores institucionais estão presentes no mercado de obrigações verdes sobretudo face ao pedido dos seus investidores de retalho, mas também pelas vantagens reputacionais associados a este instrumento<sup>31</sup>.

---

<sup>24</sup> Cfr. SANCHES, DIOGO MIGUEL ASSUNÇÃO DE FREITAS, “Sustentabilidade no Mercado de Capitais - Papel das Green Bonds”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários sobre os 20 Anos do Código dos Valores Mobiliários*, p.878, 2021.

<sup>25</sup> Obrigações vendidas com um prémio em relação a obrigações comparáveis tradicionais.

<sup>26</sup> Cfr. REICHEL, HEIKE. “Green bonds: a model to mobilize private capital to fund climate change mitigation and adaptation projects”, *EuroMoney Environmental Finance Handbook*, p.2, 2010.

<sup>27</sup> Uma obrigação de dívida não garantida com recurso total apenas ao emitente e alinhada com o GBP.

<sup>28</sup> Uma obrigação de dívida sem recurso ao emitente, alinhada com o GBP, em que a exposição de crédito na obrigação é aos fluxos de caixa prometidos dos fluxos de receitas, taxas ou impostos.

<sup>29</sup> Uma obrigação de dívida para um ou mais projetos verdes em que o investidor está diretamente exposto ao risco dos projetos, com ou sem recurso potencial ao emitente, e que estão alinhadas com o GBP.

<sup>30</sup> Uma obrigação de dívida garantida em que as receitas líquidas serão exclusivamente aplicadas para financiar ou refinar projetos verdes.

<sup>31</sup> Cfr. DESCHRYVER, PAULINE e MARIZ, FREDERIC DE, “What Future for the Green Bond Market? How Can Policymakers, Companies, and Investors Unlock the Potential of the Green Bond Market?” *Journal of Risk and Financial Management*, p. 4, 2020.

As instituições financeiras também incentivam esta tendência, comprovado pelo facto de os bancos, enquanto intermediários financeiros, apoiarem estas transações<sup>32</sup>. A maior parte dos grandes bancos que operam nos mercados de capitais internacionais contam com equipas dedicadas a acompanhar os seus clientes na emissão de obrigações ecológicas e sustentáveis<sup>33</sup>.

As obrigações verdes são ainda um instrumento poderoso para reforçar o orgulho e o empenho dos trabalhadores. Uma grande maioria dos jovens profissionais são atraídos por entidades que adotem práticas sustentáveis<sup>34</sup>.

Por fim, existe cada vez mais pressão por parte dos *stakeholders* em entrar no mercado das obrigações verdes. As emissões destes instrumentos sinalizam *Corporate Social Responsibility* por parte dos emitentes. Se por um lado há a vontade de contribuir para o combate há alterações climáticas, por outro há também as vantagens reputacionais associadas ao movimento “verde” e à estratégia sustentável das empresas<sup>35</sup>.

### **3. Governação privada do mercado de obrigações verdes**

A emergência do mercado de obrigações verdes levantou, e continua a levantar, questões importantes em termos de governação. Quem determina o que é uma obrigação verde? Podem todas as obrigações ser verdes? Quem controla o *greenwashing* e o que é feito para o evitar?

Com o rápido crescimento do mercado das obrigações verdes, e na ausência de um padrão comum que rotulasse uma obrigação como tal, foram emitidas obrigações que substancialmente se poderiam enquadrar como sendo verdes, mas que assim não foram rotuladas<sup>36</sup>.

---

<sup>32</sup> Por exemplo, a emissão de obrigações verdes no valor de 100 milhões de euros pela Greenvolt – Energias Renováveis, S.A. em 2022, disponível em [fsd1238946.pdf \(cmvm.pt\)](#), contou com a colaboração do Banco Comercial Português, S.A. e da Caixa – Banco de Investimento, S.A.

<sup>33</sup> Como é o caso da Morgan Stanley, que criou a sua plataforma global de finanças sustentáveis em 2009 e da Goldman Sachs, que lançou o seu grupo de finanças sustentáveis em 2019.

<sup>34</sup> LO GIUDICE, ENRICO, “The Green Bond Market, Explained”, *World Economic Forum*, 2017.

<sup>35</sup> A emissão de obrigações verde no valor de um mil milhão de dólares americanos pela PepsiCo, em 2019, ilustra este ponto. Do ponto de vista do custo de financiamento, há pouca diferença entre esta emissão verde e uma hipotética nota sénior não verde sem garantia: a obrigação verde a 30 anos deverá render cerca de 92 pontos de base em relação a uma obrigação do Tesouro, segundo a Bloomberg. No entanto, o carácter verde é fundamental para a estratégia de sustentabilidade da empresa.

<sup>36</sup> Cfr. REQUICHA FERREIRA, MANUEL, “The New ESG Bond Markets”, *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*, p. 152, 2022.

Em sentido contrário, e mais preocupantemente, é certo que foram emitidas obrigações rotuladas de verde, quando não tinham como propósito o investimento em projetos de promoção climática<sup>37</sup>.

Assim, e por forma a promover o desenvolvimento, a integridade e a transparência no mercado das obrigações verdes, o ICMA introduziu em 2014 os GBP, uma série de *guidelines* voluntárias para a emissão de obrigações verdes, que se tornaram referência no mercado sustentável<sup>38</sup> e ofereceram terreno fértil para este instrumento crescer e se moldar às necessidades dos investidores e dos emissores destas obrigações.

Embora não sejam o único exemplo de governação privada no mercado de obrigações verdes<sup>39</sup>, apenas analisaremos os GBP nesta dissertação, dada a sua posição dominante no que toca à governação privada deste mercado.

### 3.1. Os *Green Bond Principles*

Os GBP pretendem clarificar a abordagem para a emissão de uma obrigação verde, fornecendo aos emitentes orientações sobre as principais componentes envolvidos no lançamento de uma obrigação verde credível e ajudando os investidores ao promover a disponibilidade da informação necessária para avaliar o impacto ambiental dos seus investimentos<sup>40</sup>.

---

<sup>37</sup> Esta prática é denominada de *greenwashing*, que analisaremos em maior detalhe ao longo desta dissertação.

<sup>38</sup> Segundo o ICMA, em 2021 mais de 98% das emissões globais de obrigações sustentáveis estavam alinhadas com os princípios das GBP, “Social, Sustainability, and Sustainability-Linked Bond Principles”, disponível em: [ICMA supports voluntary nature of EU Green Bond \(EU GB\) label and of wider sustainable bond disclosures](https://www.icmagroup.org/insights/articles/view/icma-supports-voluntary-nature-of-eu-green-bond-eu-gb-label-and-of-wider-sustainable-bond-disclosures) » [ICMA \(icmagroup.org\)](https://www.icmagroup.org).

<sup>39</sup> Destacamos a *Climate Bonds Initiative*, o outro principal meio de governação privada no mercado das obrigações verdes. Resumidamente, a *Climate Bonds Initiative* emite normas e regimes de certificação para que a obrigação verde receba um de certificação e acreditação de uma entidade certificadora, diferentemente das GBP. A *Climate Bonds Initiative* tem, ainda, a taxonomia mais desenvolvida no mercado das obrigações verdes (*Climate Bonds Taxonomy*) sendo que, para que uma obrigação verde seja certificada como tal pela *Climate Bonds Initiative*, terá de cumprir com as normas tanto na pré como na pós-emissão.

Uma das condições para a referida certificação é a de que um prestador de serviços de garantia ou auditor independente verifique e assegure que o emitente está a cumprir as normas relativas às obrigações climáticas e prepare e apresente à *Climate Bonds Initiative* um relatório de garantia formal em conformidade com as normas de auditoria e garantia existentes, como a ISAE 3000. Deste modo, o regime de governação da CBI é mais orientado para o investidor e mais inclusivo do que o das GBP. Para mais, *vide* REQUICHA FERREIRA, MANUEL, *op. cit.*

<sup>40</sup> Segundo o ICMA, disponível em [Green-Bond-Principles-June-2022-060623.pdf \(icmagroup.org\)](https://www.icmagroup.org/insights/articles/view/green-bond-principles-june-2022-060623).

O ICMA define obrigações verdes como sendo qualquer tipo de instrumento obrigacionista em que as receitas, ou um montante equivalente, serão exclusivamente aplicadas para financiar ou refinanciar, total ou parcialmente, projetos verdes elegíveis novos e/ou existentes e que estejam em conformidade com os quatro princípios apresentados nos GBP, sendo eles (i) o uso das receitas, (ii) o processo para a avaliação e seleção de projetos, (iii) a gestão das receitas e (iv) reportes.

Os GBP estão focados na transparência do mercado, razão pela qual, como veremos mais adiante, para além dos princípios, recomendam ainda uma análise externa que pode consistir em segundas opiniões, verificações, certificações ou classificações de opiniões de terceiros. Os GBP não são prescritivos, mas o seu objetivo é que os emitentes, investidores e outros participantes de mercado expandam o mercado das obrigações verdes através de orientações privadas.

### **3.1.1. Uso das Receitas**

O primeiro e mais importante princípio dos GBP prende-se com o uso das receitas. As receitas, ou um montante equivalente, terão de ser alocados para o financiamento ou refinanciamento dos denominados “Projetos Verdes” elegíveis, os quais devem ser apropriadamente descritos na documentação legal relevantes.

Todos os Projetos Verdes elegíveis designados devem fornecer benefícios ambientais claros, que serão avaliados e, quando viável, quantificados pelo emissor. Os GBP reconhecem explicitamente várias categorias amplas de elegibilidade para Projetos Verdes que contribuem para objetivos ambientais, tais como: mitigação das mudanças climáticas, conservação de recursos naturais, conservação da biodiversidade ou prevenção e controlo da poluição.

A lista de categorias de projetos a seguir, embora meramente indicativa, captura os tipos de projetos mais comumente apoiados pelo mercado das obrigações verdes. Os Projetos Verdes incluem ainda ativos, investimentos e outros gastos relacionados e de suporte, como *Research & Development*, que podem estar relacionados a mais de uma categoria e/ou objetivo ambiental.

Não obstante, uma avaliação pormenorizada das características técnicas das atividades consideradas verdes é deixada em aberto pelos GBP, sendo feita referência a taxonomias desenvolvidas por outras organizações internacionais reconhecidas que atuam no sector do financiamento verde, como o Banco Europeu de Investimento e a *Climate Bond Initiative*<sup>41</sup>.

### **3.1.2. Processo para a Avaliação e Seleção de Projetos**

O segundo princípio dos GBP preocupa-se com a divulgação de informação aos potenciais investidores quanto aos critérios utilizados para a avaliação, seleção e qualificação dos projetos como Projetos Verdes.

Deste modo, os emitentes devem comunicar (i) os objetivos de sustentabilidade ambiental dos Projetos Verdes elegíveis, (ii) o processo pelo qual o emitente determina como os projetos se enquadram nas categorias de Projetos Verdes elegíveis e (iii) informações complementares sobre os processos pelos quais o emitente identifica e gere os riscos sociais e ambientais riscos sociais e ambientais associados aos projetos em causa. Para este efeito, podem os auditores externos dar apoio na avaliação da sustentabilidade ambiental do projeto, embora o seu envolvimento não seja obrigatório nos termos dos GBP<sup>42</sup>.

Os emitentes são igualmente incentivados a situar as informações no contexto dos objetivos, estratégia, política e processos globais do emitente, ou processos relacionados com a sustentabilidade ambiental, a fornecer informações, se relevantes, sobre o alinhamento dos projetos com taxonomias oficiais ou baseadas no mercado e divulgar quaisquer normas ou certificações ecológicas referenciadas na seleção de projetos.

O ICMA incentiva ainda os emitentes a terem um processo em vigor para identificar atenuantes para riscos potenciais de impactos materiais sociais e/ou ambientais. Tais atenuantes podem

---

<sup>41</sup> Cfr. PADOVANI, STEFANO, “Green Bond Principles and the EU framework for green finance”, *International Bar Association*, 2021.

<sup>42</sup> A revisão por um auditor externo é encorajada pelo ICMA e expressamente exigida para a cotação em algumas bolsas de valores, como é o caso da Bolsa de Valores italiana.

incluir a realização de análises de compromisso claras e a necessidade de controlo, sempre que o emitente considere que os riscos potenciais são significativos.

### **3.1.3. Gestão das Receitas**

Para efeitos de cumprimento com o terceiro princípio dos GBP, as receitas, ou um montante equivalente, da obrigação verde, devem ser creditadas numa subconta, transferidas para uma subcarteira ou de qualquer outro modo controladas pelo emitente de forma adequada, sendo por este certificadas num processo interno formal.

Enquanto a obrigação verde estiver por liquidar, o saldo deve ser ajustado periodicamente para corresponder às afetações eventualmente efetuadas para os Projetos Verdes, durante esse período. O emitente deve dar a conhecer aos investidores os tipos de colocação temporária previstos para o saldo das receitas líquidas não afetadas.

As receitas das obrigações verdes podem ser geridas por obrigação individual ou numa base agregada para várias obrigações verdes (abordagem de carteira), desde que cumprindo um elevado nível de transparência, sendo ainda uma das recomendações chave do ICMA que a gestão das receitas por parte dos emitentes seja complementada pelo recurso a um auditor externo, como veremos no capítulo 3.1.5.

Este acompanhamento é também necessário para efeitos dos reportes previstos no quarto princípio, com a apresentação de relatórios, que exige que os emitentes mantenham e disponibilizem prontamente aos detentores de obrigações, sempre que necessário e ainda numa base anual, informações atualizadas sobre a utilização das receitas.

### **3.1.4. Reportes**

Por fim, o quarto princípio destacado pelos GBP reforça que os emitentes devem disponibilizar e manter acessíveis as informações atualizadas sobre a utilização das receitas, que devem ser renovadas anualmente até à sua afetação total, e atempadamente em caso de evolução significativa.

O relatório anual deve incluir uma lista dos Projetos Verdes a que foram afetadas as receitas das obrigações verdes, bem como uma breve descrição dos mesmos, dos montantes afetados e do seu impacto esperado. Nos casos em que acordos de confidencialidade, considerações de concorrência ou um grande número de projetos subjacentes limitem a quantidade de pormenores que possam ser disponibilizados, os GBP recomendam que a informação seja apresentada em termos genéricos ou numa base de carteira consolidada (por exemplo, percentagem atribuída a determinadas categorias de projetos).

Estes reportes fomentam a transparência e clareza no mercado das obrigações verdes, servindo para aumentar a confiança dos *stakeholders* nestes produtos, bem como contribuir para o combate ao *greenwashing*. Assim, devem os emitentes comunicar o impacto esperado e alcançado dos Projetos Verdes. Os GBP recomendam a utilização de indicadores de desempenho qualitativos e, sempre que possível, de medidas de desempenho quantitativas, bem como a divulgação da metodologia subjacente e dos pressupostos fundamentais utilizados na determinação quantitativa.

### **3.1.5. Recomendações chave**

Para além dos quatro princípios *supra*, o ICMA apresenta ainda duas recomendações chave. Estas diferenciam-se dos princípios na medida em que não precisam de estar verificados para se poder classificar uma obrigação verde, como tal, à luz dos GBP.

A primeira das recomendações chave prende-se com o recurso pelos emitentes a um auditor externo, com vista a que esta entidade possa avaliar, através de uma análise independente prévia à emissão, o alinhamento do programa ou quadro de obrigações com os princípios do GBP, nomeadamente quanto ao uso das receitas (conferindo que o projeto corresponde efetivamente a um Projeto Verde).

Após a emissão, e como já referido anteriormente, recomenda-se que a gestão das receitas por parte do emitente seja complementada pelo recurso a um auditor externo para verificação do acompanhamento interno e a afetação dos fundos provenientes das receitas.

A segunda das recomendações chave tem que ver com a utilização de um quadro (*framework*) de obrigações verdes. Isto é, com vista aos emitentes explicarem o alinhamento da sua obrigação verde ou do seu programa de obrigações verdes com os quatro princípios dos GBP, elaboram ou recorrem a um quadro de referência do mercado, que deve estar disponível num formato facilmente acessível aos investidores.

Recomenda-se que os emitentes resumam no seu quadro de obrigações verdes as informações relevantes no contexto da estratégia global de sustentabilidade do emitente. Os emitentes são igualmente incentivados a divulgar quaisquer taxonomias, normas ecológicas ou certificações utilizadas na seleção de projetos.

### **3.1.6. Análise crítica e impacto dos GBP**

Os princípios relativos às obrigações verdes do ICMA não definem, como vimos, qual a utilização das receitas que será considerada verde. Esta análise é deixada ao critério do emitente, dos seus consultores e, eventualmente, do revisor externo.

A prática atual consiste em verificar a conformidade com uma categoria bastante ampla de Projetos Verdes elegíveis, confirmados como verdes pela análise do revisor externo<sup>43</sup>. Os emitentes determinam, então, a utilização específica das receitas obtidas, tendo os seus próprios critérios ou definições de um projeto ecológico elegível, com diferentes níveis de especificidade e pormenor.

O resultado, a nosso ver, é uma margem de manobra máxima para o emitente, com o investidor a procurar nos relatórios pós-emissão a utilização efetiva do seu dinheiro em Projetos Verdes. Isto pode ser pouco transparente e um fator de dissuasão para um investidor preocupado com o uso das receitas corresponderem, de facto, às suas orientações de investimento.

---

<sup>43</sup> Segundo a Baker McKenzie, “Critical challenges facing the green bond market”, disponível em: [Layout 1 \(bakermckenzie.com\)](https://www.bakermckenzie.com).

É fundamental assegurar uma informação constante sobre os indicadores, normas ou índices, de modo a restringir a total autonomia dos emitentes a este respeito. No caso dos GBP, estes “manifestamente não pretendem sublinhar que índices, normas ou indicadores são bons”<sup>44</sup>.

Ademais, a circunstância das segundas opiniões fornecidas por revisores externos serem uma mera recomendação chave, e não um dos princípios exigidos para a classificação de uma obrigação verde como *compliant* com os GBP é, a nosso ver, um entrave à transparência destes produtos, especialmente tendo em conta a relevância do rótulo de GBP *compliant* para os investidores.

De facto, estudos quanto à relação entre o grau de cumprimento com os GBP e a procura de obrigações verdes por parte dos investidores, concluem que, utilizando dados transversais para todos os países do mercado de obrigações verdes durante o período 2007-2019, existe um efeito significativamente positivo entre um maior cumprimento dos GBP com a procura por parte dos investidores<sup>45</sup>. Isto demonstra a vontade, por parte dos investidores, de que os seus investimentos correspondam efetivamente ao financiamento de Projetos Verdes, tornando o papel de revisores externos ainda mais fulcral.

Sem prejuízo do supramencionado, os GBP são um instrumento muito útil para o mercado das obrigações verdes, e que contribuiu não só para o seu crescimento, como também para a sua credibilidade. Apresentam, contudo, limitações inerentes por se tratar de um instrumento de *soft law*, como veremos de seguida.

### **3.2. Limitações da governação privada**

As deficiências e limitações da governação privada e da autorregulação dos mercados de capitais tornaram-se evidentes após a crise financeira de 2008<sup>46</sup>. Nos últimos anos, o espaço

---

<sup>44</sup> EXPÓSITO, ÁLVARO GÓMEZ, “Finanzas Sostenibles y Bonos Verdes ante la Emergencia Climática”, *La regulación de la energía limpia ante la emergencia climática*, p. 441, 2020.

<sup>45</sup> Medido pelo Bid-Ask-Spread e pelo Yield-spread, após o controlo de variáveis macroeconómicas e específicas das obrigações comuns. Para maior detalhe, cfr. NANAYAKKARA, MADURIKA E COLOMBAGE, SISIRA, “Does compliance to Green Bond Principles matter? Global Evidence”.

<sup>46</sup> Cfr. GUYNN, RANDALL e POLK, DAVIS “The Financial Panic of 2008 and Financial Regulatory Reform”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 2010.

para a autorregulação foi consideravelmente reduzido. Na UE, o exemplo mais notável é o mercado das agências de notação de risco (*rating agencies*)<sup>47</sup>, que passou a ser objeto de uma regulamentação abrangente a nível comunitário<sup>48</sup>.

Se é verdade que os primeiros passos das obrigações verdes, compreensivelmente, foram relativamente pouco conflituosos e, por conseguinte, fáceis de digerir pelos emitentes, de modo a incentivar o crescimento do mercado, também é verdade que à medida que o mercado foi amadurecendo, têm problemas que a governação privada não consegue resolver. Analisaremos alguns destes problemas de seguida.

### 3.2.1. Ausência de direitos passíveis de ação

Um dos grandes problemas com o recurso à governação privada prende-se com a ausência de direitos de execução por parte dos obrigacionistas em situações de, por exemplo, deficiente uso das receitas (para fins não verdes) ou o não cumprimento da elaboração de relatórios, situações essas que deveriam constituir, no mínimo, *events of default*<sup>49</sup> (os chamados, nestes casos, *green default*), mas que na prática raramente acontecem<sup>50</sup>.

Muitas vezes, os fatores de risco das obrigações verdes cotadas em bolsa indicam expressamente que não se verificará qualquer situação de incumprimento se a utilização das receitas ou as informações referidas noutros pontos do documento de divulgação não forem cumpridas<sup>51</sup>. Ou seja, mesmo que o emitente tenha feito e quebrado a promessa de financiar

---

<sup>47</sup> Cfr. BANAHAN, CRISTINA, “The bond villains of green investment: why an unregulated securities market needs government to lay down the law”, p.848, 2019: “No passado, o mercado procurou resolver o vazio deixado pelas agências reguladoras sem sucesso. O exemplo mais notável de autorregulação do mercado vem da crise financeira de 2008, em que as agências de crédito, desempenhando um papel semelhante ao dos revisores externos das obrigações verdes, não conseguiram atribuir classificações que refletissem adequadamente o risco de investimento”.

<sup>48</sup> O Regulamento de Execução (UE) 2016/1800 da Comissão, de 11 de outubro de 2016, disponível em: [CL2016R1800PT0030010.0001\\_cp 1..1 \(europa.eu\)](https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2016/1800/oj).

<sup>49</sup> Situação de incumprimento: ocorrência de um evento ou circunstância contra o qual uma parte de um contrato procura proteção.

<sup>50</sup> Por exemplo, no prospeto elaborado pela Greenvolt – Energias Renováveis, S.A. em 2022, disponível em [fsd1238946.pdf \(cmvm.pt\)](https://www.cmvm.pt/fsd1238946.pdf), referente à emissão de obrigações verdes no valor de 100 milhões de euros, nenhuma destas situações constitui evento de resgate antecipado ou *event of default*, nos termos das cláusulas 14.11.3 e 14.13, respetivamente, do referido documento.

<sup>51</sup> Segundo a Baker McKenzie, *op.cit.* Partilhando também desta opinião, FREEBURN, LLOYD e RAMSAY, IAN “Green Bonds: Legal and Policy Issues”, p. 440, 2020: “De um modo geral, parece que os termos de muitas obrigações verdes podem ser omissos ou excluir expressamente os direitos dos investidores em caso de

projetos verdes, o investidor não terá qualquer recurso legal de execução significativo à sua disposição.

Isto resulta numa situação delicada para os obrigacionistas. Estando estes a receber juros atempadamente, de acordo com as condições de subscrição das obrigações verdes, podem não conseguir demonstrar a existência de prejuízos<sup>52</sup> e, por conseguinte, podem não conseguir obter uma indemnização efetiva.

Embora existam motivações de reputação para dissuadir os emitentes de venderem deliberadamente uma obrigação como verde, quando não seja, o facto é que não existe qualquer mecanismo legal que garanta que as obrigações vendidas como verdes permaneçam verdes durante toda a sua vigência, ficando dependentes de cláusulas contratuais que, como vimos, não são comuns. Esta situação pode dar origem a potenciais abusos, comprometendo a credibilidade do mercado das obrigações verdes.

Exemplo<sup>53</sup> paradigmático é a da emissão de obrigações verdes por parte do Mexico City Airport Trust, que emitiu 6 mil milhões de dólares americanos de obrigações verdes em 2016 e 2017

---

incumprimento. Tipicamente, a documentação contratual associada a uma obrigação verde não permite qualquer reclamação contra um emitente em caso de incumprimento verde”; WÖCKENER, KARSTEN, DEY, DEBASHIS E HAUMAN, MINDY, “Green bonds – building optionality for issuers into programme documentation”, 2018: “Os emitentes estão relutantes em incluir compromissos “verdes”, uma vez que um incumprimento pode desencadear uma situação de incumprimento ao abrigo da documentação das obrigações, o que pode resultar em incumprimentos cruzados de outros acordos”; DORAN, MICHAEL e TANNER, JAMES, “Green Bonds – An Overview”, p. 23, 2019: “A não utilização das receitas das obrigações para os projetos verdes declarados (ou a utilização deliberada para fins não verdes) e a elaboração de relatórios anuais inadequados (ou o simples incumprimento) não são (...) situações de incumprimento ou situações de venda que permitam aos detentores de notas acelerar ou resgatar as suas obrigações em caso de incumprimento. Também não são eventos de *step-up*, que desencadeiam um aumento do cupão a pagar por um emitente.”.

<sup>52</sup> A demonstração de prejuízos poderá ocorrer nas situações em que os obrigacionistas estão vinculados a determinados critérios de investimento. Deixando a obrigação subscrita de ser verde, o obrigacionista poderá estar adstrito a vendê-la em mercado secundário, acabando provavelmente por vender por um valor inferior. No entanto, na ausência de disposições contratuais expressas, continua a ser difícil apresentar um pedido de indemnização por esse prejuízo.

<sup>53</sup> Outro exemplo ocorreu com a Innogy, empresa de energia alemã, que quando emitiu obrigações verdes no valor de 850 milhões de euros em outubro de 2017, a primeira obrigação verde de referência de uma empresa alemã, tendo angariado mais de 3,5 mil milhões de euros. Os planos eram para aplicar as receitas em cinco parques eólicos. No entanto, apenas seis meses depois, a empresa-mãe da Innogy, a RWE, anunciou que iria vender a sua participação na empresa ao gigante rival do sector da energia, a E.ON. Crucialmente, também chegou a um acordo paralelo que lhe permitiria manter os cinco parques eólicos que tinham estado na base do negócio das obrigações verdes. Ou seja, as obrigações e os ativos seriam divididos. O desinvestimento e a troca de ativos ameaçavam comprometer seriamente os obrigacionistas. A Innogy procurou desviar os fundos para outros projetos elegíveis,

para financiar a construção de um novo aeroporto, na Cidade do México. O mercado olhou e subscreveu com agrado, visto ser uma emissão verde de um setor que não costuma estar ligado à sustentabilidade. Estas obrigações foram além dos GBP, obtendo pareceres de revisores externos como a Sustainalytics, bem como avaliações de instrumentos verdes das agências de notação (*rating agencies*) Moody's e S&P.

Contudo, em 2018, o recém-eleito governo mexicano suspendeu a construção do aeroporto na sequência de um referendo público, em que a maioria dos eleitores exigiu que o novo aeroporto não fosse construído. Perante a (falta de) confiança do mercado e as duras críticas dos investidores relativamente à oferta inicial, o governo mexicano lançou um pacote de recompra, limitado a 1,8 mil milhões de dólares dos 6 mil milhões de dólares em dívida, com um preço de recompra ao par mais juros acumulados e não pagos.

Embora esta oferta tenha contribuído para a recuperação parcial dos investimentos efetuados, as restantes obrigações foram redirecionadas para outros projetos, e os avaliadores tiveram de tomar medidas imediatas: a Moody's baixou a sua avaliação das obrigações verdes de GB5 (pontuação mais elevada) para GB1 (pontuação mais baixa), observando que as receitas (40% da pontuação) já não constituíam projetos ambientais elegíveis<sup>54</sup>. Por sua vez, a S&P retirou o seu relatório de avaliação verde, sublinhando que as obrigações residuais eram diferentes das que tinham sido avaliadas aquando da oferta inicial das obrigações<sup>55</sup>.

Contudo, as obrigações residuais continuam a ser rotuladas como verdes, sendo que as suas receitas deveriam continuar a ser utilizadas para melhorias de sustentabilidade, que não são. Para mais, continuam a figurar em vários índices de obrigações verdes, o que realça o risco de estas encapotadas obrigações verdes “turbarem as águas” dos índices verdes<sup>56</sup>.

---

mas, sem parques eólicos, teve de reafectar o dinheiro à sua rede elétrica, o que não ia ao encontro dos objetivos de investimento sustentável de muitos dos investidores.

<sup>54</sup> Segundo a Moody's, em: [moody.com/credit-ratings-tab/IssuerResearch/824835398?orgname=Mexico-City-Airport-Trust-NAFIN-F80460-&cy=ita&lang=it](https://www.moody.com/credit-ratings-tab/IssuerResearch/824835398?orgname=Mexico-City-Airport-Trust-NAFIN-F80460-&cy=ita&lang=it).

<sup>55</sup> Segundo COOPER, GRAHAM, “S&P to withdraw green evaluation from Mexico City airport bonds”, 2018.

<sup>56</sup> Os índices são uma forma de regulação informativa, onde se divulgam informações específicas das empresas que podem influenciar a tomada de decisões, os produtores e os consumidores. Os índices utilizam critérios de elegibilidade e metodologias diferentes e têm por objetivo proporcionar aos investidores a possibilidade de acompanhar o desempenho das carteiras de obrigações verdes em relação às obrigações normais. A este propósito, PEREZ, OREN, “Private Environmental Governance as Ensemble Regulation: A Critical Exploration of Sustainability Indexes and the New Ensemble Politics”, p. 543, 2011.

### 3.2.2. Ausência de reportes, métricas e transparência

Reforçando um problema que identificámos anteriormente em referência aos GBP, a ausência de verdadeiros deveres de reporte sólidos e comuns prejudicam a transparência do mercado das obrigações verdes.

As práticas de mercado em matéria de frequência, o nível efetivo de informação detalhada e as declarações de incumprimento variam. Um estudo da *Climate Bond Initiative*, em março de 2019, concluiu que apenas 68% das obrigações verdes incluídas no seu estudo beneficiavam de uma divulgação regular de informações pós-emissão, sendo que apenas 53% forneciam informações sobre métricas de afetação/impacto<sup>57</sup>.

Para mais, nem todos os emitentes que se comprometem a comunicar informações pós-emissão o fazem (93% cumprem com o seu compromisso), sendo que 33% reportam quando não se comprometem a fazê-lo<sup>58</sup>. Em acréscimo, existe pouca uniformidade nestes reportes, visto que são utilizadas mais de 200 métricas diferentes<sup>59</sup>.

A variedade de relatórios estende-se também à frequência e ao formato. Os emitentes publicam desde um relatório único até relatórios trimestrais, e maioria destes são documentos separados, apesar da informação também se encontrar comumente disponível em páginas *web* específicas, em relatórios anuais, em boletins informativos ou em apresentações aos investidores.

Analisando a qualidade dos reportes, conclui a *Climate Bond Initiative*, por via de uma metodologia de pontuação de 0 (mais baixo possível) a 25 (mais alto possível) que, pese embora a qualidade da informação prestada pelas obrigações de informação se situe num intervalo entre 5 e 25 pontos, quase metade da informação situa-se no intervalo de 18 a 20 pontos e um terço acima de 20, sugerindo que os relatórios, na maioria dos casos, são de bom nível.

---

<sup>57</sup> Em “Post-Issuance Reporting in the Green Bond Market”, disponível em: [cbi\\_post-issuance-reporting\\_032019\\_web.pdf](https://climatebonds.net/wp-content/uploads/2019/03/cbi_post-issuance-reporting_032019_web.pdf) (climatebonds.net).

<sup>58</sup> *Ibid.*

<sup>59</sup> *Ibid.*

Assim, e se tomarmos também em conta que os países com grandes mercados de obrigações verdes têm geralmente níveis de reporte de 90% ou mais e que os países com reportes mais baixos são os países com pequenos mercados de obrigações verdes, somos da opinião que o mercado tem apresentado quantidade e qualidade na divulgação de informação relevante pós-emissão.

No entanto, deve-se procurar soluções para o aumento e melhoramento dos reportes efetuados. Primeiramente, será importante procurar reduzir o custo da comunicação de informações que, incluindo tempo e recursos, é muitas vezes significativo, especialmente para emitentes que sejam PME, e que, por isto, tendem a comunicar menos informações e com menor qualidade. Assim, parece-nos importante que sejam introduzidos mecanismos de apoio financeiro introduzidos pelo setor público. Por exemplo, os regimes de subvenções destinados a cobrir os custos das revisões externas poderiam ser alargados aos custos dos relatórios pós-emissão.

Por fim, outra recomendação passa pelo acesso aos relatórios através de uma biblioteca/plataforma de dados de relatórios central, que seria útil para assegurar que todos os relatórios são apresentados atempadamente e são facilmente acessíveis pelos investidores.

### **3.2.3. *Greenwashing***

O *greenwashing* é, porventura, o maior problema quando se fala no mercado das obrigações verdes, em particular, e nos temas de sustentabilidade, no geral. Considera-se que uma empresa incorre em *greenwashing* quando “induz os consumidores em erro sobre as suas práticas ambientais ou os benefícios ambientais de um produto ou serviço”<sup>60</sup>.

Os investidores podem ser levados a subscrever obrigações verdes de um determinado emitente com base em informações erróneas sobre a política de sustentabilidade da empresa e o carácter ecológico dos projetos que está a desenvolver. Os investidores que não conseguem

---

<sup>60</sup> Cfr. DELMAS, MAGALI A. e BURBANO, VANESSA CUEREL, “The Drivers of Greenwashing”, *California Management Review* 54, 2011.

avaliar com exatidão a política ESG dos emitentes tenderão a sobrestimar e os projetos de natureza ecológica<sup>61</sup>, questão que a governação privada não aborda.

De facto, a dispersão dos critérios, a flexibilidade das qualificações dos Projetos Verdes e a falta de controlo constante após a emissão permitem estratégias de *greenwashing*. Para mais, há quem defenda que os investidores tenderão então a descontar a questão da sustentabilidade e investir em obrigações verdes exclusivamente com base no risco, preço e outros fatores puramente financeiros, independentemente do fator “verde”<sup>62</sup>.

Além disto, é possível que os emitentes não forneçam nenhuma ou muito pouca informação sobre a utilização efetiva das receitas, situação que resulta do carácter voluntário das regras de governação que tornam as obrigações verdes tão verdes quanto o emitente entender<sup>63</sup>.

O combate ao *greewashing* é uma preocupação crescente por parte dos investidores e dos reguladores de mercado. A UE, em particular, tem realçado o risco de *greenwashing* e adotado várias medidas com vista ao seu combate<sup>64</sup>. Perante um estudo da Comissão realizado em 2020<sup>65</sup>, que revelou que 53,3% das alegações ambientais analisadas eram consideradas vagas, enganosas ou infundadas e que 40% delas não eram fundamentadas<sup>66</sup>, foi proposta pela Comissão critérios comuns contra o branqueamento ecológico e as alegações ambientais enganosas, de modo a permitir aos consumidores e investidores maior clareza e melhores garantias de que um produto ou serviço vendido como ecológico realmente o é ecológico, para além de informações de melhor qualidade, que lhes permitirão fazer escolhas respeitadoras do ambiente<sup>67</sup>.

---

<sup>61</sup> PARK, STEPHEN, “Green Bonds and Beyond. Debt Financing as a Sustainability Driver”, *Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability*, Cambridge, p.15, 2020.

<sup>62</sup> *Ibid.*

<sup>63</sup> EXPÓSITO, ÁLVARO GÓMEZ, *op. cit.*, p. 442.

<sup>64</sup> Uma das razões, como veremos, justificativas para a elaboração da Proposta de Regulamento.

<sup>65</sup> “Impact assessment report accompanying the document proposal for a directive of the european parliament and of the council”, disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52022SC0085>

<sup>66</sup> Segundo a Comissão, a ausência de regras comuns aplicáveis às empresas que fazem alegações ambientais a título voluntário conduz a práticas de *greenwashing*, que criam condições de concorrência desiguais no mercado da UE, em detrimento das empresas verdadeiramente sustentáveis.

<sup>67</sup> Segundo comunicado de imprensa de 22 de março de 2023, “Proteção dos consumidores: favorecer escolhas sustentáveis e pôr termo ao branqueamento ecológico”, disponível em: [favorecer escolhas sustentáveis e pôr termo ao branqueamento ecológico \(europa.eu\)](https://ec.europa.eu/press-room/en/press-releases/2023/03/22-03)

Em 2019, a UE, perante a falta de resposta adequada ao abrigo da legislação europeia em vigor, aprovou o Regulamento (UE) 2019/2088 do Parlamento Europeu e do Conselho de 27 de novembro de 2019 relativo à divulgação de informações relacionadas com a sustentabilidade no setor dos serviços financeiros (doravante, o “Regulamento SFDR”)<sup>68</sup>. O objetivo deste Regulamento é o de reduzir as assimetrias de informação no que diz respeito à integração dos riscos de sustentabilidade, à consideração dos impactos adversos da sustentabilidade, à promoção de características ambientais ou sociais e ao investimento sustentável, exigindo ainda que os participantes no mercado financeiro e os consultores financeiros façam divulgações pré-contratuais e contínuas aos investidores finais quando atuam como agentes desses investidores finais.

#### 3.2.4. Pluralismo regulatório

A autorregulação do mercado pode dar origem ao pluralismo regulamentar que, enquanto tal, não é um fenómeno negativo, mas que pode, por vezes, conduzir à fragmentação e à dispersão da ordem jurídica<sup>69</sup>, bem como aumentar os custos de transação e a insegurança jurídica<sup>70</sup>. No caso do mercados das obrigações verdes, a falta de um diploma jurídico uniforme para a emissão de obrigações verdes parece ter um duplo efeito<sup>71</sup>.

Por um lado, a regulamentação privada resulta em concorrência regulamentar entre regimes de governação privados e em arbitrariedade regulamentar aplicada pelos participantes no mercado<sup>72</sup>, o que pode conduzir ao fenómeno de *race to the bottom*<sup>73</sup>. Uma *race to the bottom*,

---

<sup>68</sup> Disponível em: [CL2019R2088PT0010010.0001\\_cp 1..1 \(europa.eu\)](https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2019/2088/oj).

<sup>69</sup> Cfr. SENN, MYRIAM, “Non-state regulatory regimes”, Springer-Verlag, Berlim, p. 98, 2011.

<sup>70</sup> Cfr. RÖDL, FLORIAN, “Private law beyond the democratic order? On the legitimacy problem of private law ‘beyond the state’”, *The American Journal of Comparative Law*, p.746, 2008.

<sup>71</sup> Cfr. FREEBURN, LLOYD e RAMSAY, IAN, *op. cit.*

<sup>72</sup> Cfr. PARK, STEPHEN, *op. cit.*, p.31: “Um segundo tipo de desafio em matéria de governação é a arbitrariedade regulamentar. A existência de múltiplos regimes de governação privada permite a uma empresa selecionar o quadro regulamentar mais favorável aos seus interesses.” No caso das obrigações verdes, os participantes de mercado podem explorar as lacunas entre as normas privadas para incorrerem em *greenwashing*.

<sup>73</sup> Expressão socioeconómica inglesa que descreve a desregulamentação governamental do ambiente empresarial ou a redução das taxas de imposto sobre o mercado, a fim de atrair ou manter a atividade económica nas suas jurisdições, sacrificando os padrões de qualidade.

para além da incerteza regulamentar que provocaria no mercado de obrigações verdes, iria aumentar o risco de *greenwashing*<sup>74</sup>.

Por outro lado, a concorrência regulatória inerente à governação privada não resulta necessariamente num *race to the bottom*. As abordagens pluralistas, diversificadas e em constante mudança adotadas pelos regimes de governação privada permitem-lhes adaptar-se às expectativas dos participantes no mercado<sup>75</sup> e, por conseguinte, desempenhar funções que garantem o desenvolvimento contínuo do mercado.

Em relação ao mercados das obrigações verdes, não se pode considerar que, atualmente, estamos perante um *race to the bottom* no mercado de obrigações verdes. A fragmentação do mercado, enquanto tal, não deve ser entendida como um problema de legitimidade, desde que a concorrência regulamentar entre regimes de governação privada não resulte num nivelamento por baixo e numa redução dos padrões de emissão de obrigações verdes. Apenas tomando por referência os GBP, estas têm se adaptado ao longo do anos<sup>76</sup>, tendo o ICMA ainda publicado dois apêndices bem como um manual de orientação e perguntas e respostas<sup>77</sup> como complemento aos GBP, demonstrando a capacidade de adaptação ao constante desenvolvimento do mercado.

Assim, consideramos que esta possível limitação à governação privada não se encontra verificada no mercado das obrigações verdes.

#### **4. Governação pública do mercado das obrigações verdes**

A Proposta de Regulamento não é o primeiro exemplo de governação pública do mercado de obrigações verdes. Em 2015, o banco central chinês, Banco Popular da China, adotou

---

<sup>74</sup> Cfr. PYKA, MICHAL, “The EU Green Bond Standard: A Plausible Response to the Deficiencies of the EU Green Bond Market?”, 2023.

<sup>75</sup> Cfr. PARK, STEPHEN, *op. cit.*, p.30: “A governação privada é muitas vezes mais rápida de implementar e, sem dúvida, mais reativa às necessidades dos participantes no mercado.”.

<sup>76</sup> Após a edição inicial dos GBP em 2014, estes foram objeto de alterações em 2017, 2018, 2021 e a versão mais recente, composta pelos GBP atualizados em junho de 2021 e o Apêndice I atualizado em 2022.

<sup>77</sup> Disponível em: [Guidance Handbook and Q&A » ICMA \(icmagroup.org\)](#) e [Secured-Sustainable-Bonds-Related-questions-June-2023-220623.pdf \(icmagroup.org\)](#).

regulamentação<sup>78</sup> sobre o mercado de obrigações verdes que, em geral, estão alinhados com as normas de governação privada das entidades mais relevantes<sup>79</sup>.

Em 2016, o *Securities and Exchange Board of India* aprovou os requisitos de divulgação para a emissão de títulos de dívida verde, em conformidade com as normas do GPB e da *Climate Bond Initiative*<sup>80</sup>.

Não obstante, e como veremos, a Proposta de Regulamento é mais um passo da alargada e coerente fonte de governação pública referente ao mercado de obrigações verdes: a governação pública do mercado sustentável da UE. O primeiro passo deste processo ocorreu em 2020, com a aprovação do Regulamento (UE) 2020/852 do Parlamento Europeu e do Conselho de 18 de junho de 2020 (doravante, o “Regulamento da Taxonomia”)<sup>81</sup>, relativo ao estabelecimento de um regime para a promoção do investimento sustentável.

O Regulamento da Taxonomia estabelece os critérios para determinar se uma atividade económica pode ser considerada sustentável do ponto de vista ambiental. É o início de uma verdadeira taxonomia da UE, que influencia e continuará a influenciar toda a legislação sustentável europeia, tal como o mercado de obrigações verdes, conforme veremos. O Regulamento da Taxonomia contribui para uma maior facilidade de financiamento de atividades sustentáveis do ponto de vista ambiental, uma vez que as atividades económicas poderão ser comparadas com base em critérios uniformes, de modo a serem selecionadas como ativos subjacentes a investimentos sustentáveis. Contribui também para a diminuição dos custos que os investidores incorrem com as comparações de diferentes produtos, criando ainda um regime de incentivos para reorientar o investimento privado para projetos ecológicos<sup>82</sup>.

---

<sup>78</sup> Disponível em: [China securities regulator releases guidelines to boost green bonds \(www.gov.cn\)](http://www.gov.cn).

<sup>79</sup> Em 2015, a China incluía carvão limpo (*clean coal*) como projeto elegível para obrigações verdes, contrariamente à maioria dos regimes de governação privada. Em 2020, atualizou a lista de projetos elegíveis e excluiu o carvão limpo, segundo a Reuters em: [China excludes clean coal projects from list eligible for green bonds | Reuters](#).

<sup>80</sup> Disponível em: [Microsoft Word - Board%20Memo-Agenda%20no%204-Disclosure%20requirements%20for%20issuance%20and%20listing%20of%20Green%20Bonds\[1\] \(sebi.gov.in\)](#).

<sup>81</sup> Disponível em: [eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R0852](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R0852).

<sup>82</sup> Cfr. MÖSLEIN, FLORIAN E MITTWOCH, ANNE-CHRISTIN, “Plan de Acción europeo para financiar el desarrollo sostenible”, *la Ley mercantile*, 2019.

#### 4.1. Objetivos da Proposta de Regulamento

Em julho de 2021, a Comissão Europeia publicou a Proposta de Regulamento relativo às obrigações verdes europeias<sup>83</sup>, que visa estabelecer um quadro abrangente para a emissão destas obrigações na UE. Como já referido, esta Proposta de Regulamento representa uma mudança decisiva para o mercado de obrigações verdes da UE, uma vez que assume a forma de regulamento comunitário e, por conseguinte, é diretamente aplicável nas ordenações jurídicas dos Estados-Membros.

A Proposta de Regulamento, como vimos, faz parte da agenda mais alargada da Comissão Europeia em matéria de financiamento sustentável<sup>84</sup>. Estabelece as bases para um quadro comum de regras relativas à utilização da designação “obrigação verde europeia” ou EuGB para as obrigações que prossigam objetivos sustentáveis do ponto de vista ambiental, procurando ser o *gold standard* para a emissão de obrigações verdes a nível mundial.

Segundo a Comissão Europeia, a Proposta de Regulamento facilitará o desenvolvimento do mercado de obrigações verdes de elevada qualidade, minimizando simultaneamente a perturbação deste mercado e reduzindo o risco de branqueamento ecológico e *greenwashing*<sup>85</sup>.

Contudo, o principal objetivo subjacente à Proposta de Regulamento é contribuir para a prevenção das alterações climáticas, criando meios eficazes para que investimentos privados financiem a transição para uma economia sustentável do ponto de vista ambiental<sup>86</sup>. Este objetivo está em conformidade com as obrigações internacionais da UE nos termos do n.º 1, alínea c) do Acordo de Paris, que tem por objetivo reforçar a resposta mundial à ameaça das alterações climáticas, tornando os fluxos financeiros coerentes com uma via para baixas emissões de gases com efeito de estufa e um desenvolvimento resiliente às alterações climáticas. Aplica igualmente o Pacto Ecológico da UE<sup>87</sup>, que tem por objetivo transformar a UE numa economia competitiva e eficiente em termos de recursos, sem emissões líquidas de

---

<sup>83</sup> Disponível em: [eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52021PC0391&from=EN](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52021PC0391&from=EN).

<sup>84</sup> Exposição de motivos da proposta de regulamento relativo às obrigações verdes europeias, p. 5. Disponível em: [resource.html \(europa.eu\)](http://resource.html(europa.eu)).

<sup>85</sup> *Ibid.*

<sup>86</sup> Cfr. BADENHOOP, NIKOLAI, “Green Bonds: An assessment of the proposed EU Green Bond Standard and its potential to prevent greenwashing”, p. 21, 2022.

<sup>87</sup> Comunicação da Comissão sobre o Pacto Ecológico Europeu, disponível em: [resource.html \(europa.eu\)](http://resource.html(europa.eu)).

gases com efeito de estufa até 2050, em que o crescimento económico esteja dissociado da utilização dos recursos.

Contribuí, também, para a União dos Mercados de Capitais (UMC), cujos principais objetivos são a integração dos mercados de capitais nacionais num verdadeiro mercado único europeu e ultrapassar a fragmentação do mercado financeiro europeu<sup>88</sup>.

A Proposta de Regulamento está em sintonia com o que tem sido o desenvolvimento da governação institucional dos mercados de capitais da UE, que tem evoluído gradualmente no sentido de maior intensificação da governação da supervisão a nível da união<sup>89</sup>. Constitui um exemplo de abordagem regulamentar frequentemente designado por Direito Privado Regulamentar Europeu<sup>90</sup>, onde o direito privado é utilizado para fins regulamentares a nível da UE<sup>91</sup>.

## **4.2. Componentes da Proposta de Regulamento**

Por forma a analisarmos a Proposta de Regulamento, dividimos a mesma pelas três componentes que, a nosso ver, são as componentes chave do diploma. São elas (i) o alinhamento com o Regulamento da Taxonomia, (ii) a transparência na afetação das receitas e (iii) a revisão externa e supervisão dos revisores externos.

### **4.2.1. Alinhamento com o Regulamento da Taxonomia**

A utilização das receitas das EuGB deverá ser totalmente afetada a atividades económicas alinhadas com o disposto no Regulamento da Taxonomia, nos termos do artigo 6.º da Proposta

---

<sup>88</sup> Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões, “Uma União dos Mercados de Capitais ao serviço das pessoas e das empresas - novo plano de ação”, p.12, disponível em: [resource.html \(europa.eu\)](#).

<sup>89</sup> Cfr. MOLONEY, NIAMH, “Institutional governance and Capital Markets Union: incrementalism or a ‘big bang’?”, p. 380, 2016.

<sup>90</sup> Termo utilizado pela primeira vez por MICKLITZ, HANS-WOLFGANG, “The Visible Hand of European Regulatory Private Law”, 2008.

<sup>91</sup> O direito privado não se destina a obter justiça corretiva entre os participantes no mercado, mas a atingir objetivos políticos específicos. Um exemplo desta abordagem é a legislação comunitária que rege as relações entre clientes e empresas de investimento nos mercados financeiros de retalho da UE.

de Regulamento. Esta ligação com o Regulamento Taxonomia<sup>92</sup> permite que as receitas das EuGB sejam utilizadas para um vasto leque de atividades económicas que contribuem de forma substancial para os objetivos de sustentabilidade ambiental.

A utilização das receitas pode, ainda, dizer respeito a atividades económicas que irão cumprir os requisitos do Regulamento da Taxonomia num prazo definido. Este prazo não poderá exceder cinco anos a contar da emissão da obrigação, a menos que se justifique um prazo mais longo, até dez anos, atendendo às características específicas das atividades económicas em causa<sup>93</sup>.

Assim, e nos termos do artigo 3.º do Regulamento da Taxonomia, uma atividade económica é considerada sustentável do ponto de vista ambiental quando satisfaça os quatro critérios seguintes.

#### **4.2.1.1. Contribuir substancialmente para um ou mais objetivos ambientais**

As atividades económicas devem contribuir substancialmente para um ou mais dos objetivos ambientais definidos no artigo 9.º do Regulamento da Taxonomia, sendo estes:

- a) A mitigação das alterações climáticas;
- b) A adaptação às alterações climáticas;
- c) A utilização sustentável e proteção dos recursos hídricos e marinhos;
- d) A transição para uma economia circular;
- e) A prevenção e o controlo da poluição;
- f) A proteção e o restauro da biodiversidade e dos ecossistemas.

O Regulamento da Taxonomia também tem em conta as chamadas atividades capacitantes: atividades que permitem diretamente que outras atividades económicas contribuam

---

<sup>92</sup> É conforme o artigo 4.º do Regulamento Taxonomia, que dispõe que a UE deve aplicar os critérios aí definidos para estabelecer quaisquer normas em relação às obrigações sustentáveis do ponto de vista ambiental, como são as obrigações verdes.

<sup>93</sup> Para este efeito, deverá ser elaborado um plano de alinhamento pela taxonomia.

substancialmente para um ou mais destes objetivos<sup>94</sup>. Estas atividades capacitantes não devem conduzir a um aprisionamento de ativos que prejudique os objetivos ambientais a longo prazo (tendo em conta a sua vigência económica), devendo ter um impacto ambiental positivo substancial com base em considerações relativas à sua vigência.

Por outro lado, o diploma tem ainda em conta as chamadas atividades de transição: atividades económicas para as quais não existe uma alternativa tecnológica e economicamente viável com baixo teor de carbono, mas para as quais podem ser tomadas medidas para apoiar a transição para uma economia com impacto neutro no objetivos<sup>95</sup>.

Em relação ao objetivo de mitigação das alterações climáticas, considera-se que uma atividade económica satisfaz este critério quando contribui substancialmente para a estabilização das concentrações de gases com efeito de estufa na atmosfera<sup>96</sup>, a um nível que evite uma interferência antropogénica perigosa no sistema climático, coerente com o objetivo de longo prazo do Acordo de Paris de limitar o aumento da temperatura global a 1,5 graus Celsius acima dos níveis pré-industriais. Este objetivo pode ser alcançado quer evitando ou reduzindo as concentrações de gases com efeito de estufa, quer aumentando as remoções de gases com efeito de estufa, através de inovações de processos ou produtos<sup>97</sup>.

Já em relação ao objetivo de adaptação às alterações climáticas, considera-se que uma atividade económica satisfaz este critério em dois casos alternativos. Primeiramente, se incluir soluções de adaptação que reduzam substancialmente o risco do impacto negativo do clima atual e futuro previsto nessa atividade económica ou que reduzam substancialmente esse impacto negativo, sem aumentar o risco de um impacto negativo nas pessoas, na natureza ou nos bens. Essas soluções devem ser avaliadas e classificadas por ordem de prioridade com base nas melhores projeções climáticas disponíveis e, no mínimo, prevenir ou reduzir o impacto negativo das

---

<sup>94</sup> Nos termos do artigo 16.º e do considerando 42 do Regulamento da Taxonomia.

<sup>95</sup> Nos termos do artigo 10.º, n.º 2 do Regulamento da Taxonomia.

<sup>96</sup> A definição do termo “gás com efeito de estufa” é feita com referência ao Anexo I do Regulamento (UE) n.º 525/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de maio de 2013, relativo à criação de um mecanismo de monitorização e de comunicação de informações sobre emissões de gases com efeito de estufa e de comunicação a nível nacional e da União de outras informações relevantes no que se refere às alterações climáticas.

<sup>97</sup> Cfr. GORTSOS, CHRISTOS V., “The Taxonomy Regulation: More Important Than Just as an Element of the Capital Markets Union”, p. 14, 2020.

alterações climáticas, específico do local e do contexto, na atividade económica, ou o potencial impacto negativo das alterações climáticas no ambiente em que a atividade económica tem lugar<sup>98</sup>.

Em segundo lugar, se previr soluções de adaptação que satisfaçam as condições estabelecidas no artigo 16.º do Regulamento da Taxonomia e, além disso, contribuam substancialmente para prevenir ou reduzir o risco do impacto negativo do clima atual e do clima futuro previsto nas pessoas, na natureza ou nos bens, sem aumentar o risco de um impacto negativo sobre estes últimos<sup>99</sup>.

Quanto ao objetivo de utilização sustentável e proteção dos recursos hídricos e marinhos, considera-se que uma atividade económica satisfaz este critério se contribuir substancialmente para alcançar o “bom estado” das massas de água (incluindo as massas de águas superficiais e subterrâneas) e para evitar a deterioração das massas de água que já se encontram em bom estado, ou para alcançar o “bom estado ambiental” das águas marinhas e para evitar a deterioração das águas marinhas que já se encontram em bom estado ambiental<sup>100</sup>.

No que respeita ao objetivo de transição para uma economia circular, incluindo a prevenção e a reciclagem de resíduos, considera-se que uma atividade económica satisfaz este critério quando (i) utiliza recursos naturais<sup>101</sup> na fase de produção de forma mais eficiente, nomeadamente reduzindo a utilização de matérias-primas primárias ou através de medidas de eficiência energética, (ii) aumenta a possibilidade de reparação, de atualização, de reutilização, de reciclagem e a durabilidade dos produtos, (iii) reduz substancialmente o teor de substâncias perigosas, nomeadamente substituindo essas substâncias por alternativas mais seguras e assegurando a rastreabilidade, (iv) prolonga a utilização dos produtos, nomeadamente através da sua reutilização, conceção com vista à longevidade, reutilização, desmontagem, refabrico, atualização e reparação, ou (v) previne ou reduz a produção de resíduos, incluindo os

---

<sup>98</sup> Nos termos do artigo 11.º, n.º 1 do Regulamento da Taxonomia.

<sup>99</sup> Nos termos do artigo 11.º, n.º 2 do Regulamento da Taxonomia.

<sup>100</sup> Nos termos do artigo 12.º, n.º 1 do Regulamento da Taxonomia.

<sup>101</sup> Como matérias-primas de base biológica ou de origem sustentável.

provenientes da extração de minerais e da construção e demolição de edifícios, minimiza a incineração de resíduos e evita a eliminação de resíduos, ou evita e reduz o lixo<sup>102</sup>.

A propósito do objetivo de prevenção e controlo da poluição, considera-se que uma atividade económica satisfaz este critério se (i) prevenir ou, não sendo possível, reduzir as emissões de poluentes para a atmosfera, a água ou o solo, com exceção dos gases com efeito de estufa<sup>103</sup>, (ii) prevenir/minimizar qualquer impacto adverso na saúde humana e no ambiente resultante da produção, utilização ou eliminação de produtos químicos, ou (iii) limpar o lixo e outros tipos de poluição<sup>104</sup>.

Por fim, considera-se que uma atividade económica satisfaz o objetivo de proteção e restauro da biodiversidade e dos ecossistemas quando contribui substancialmente para proteger, conservar ou restaurar a biodiversidade ou para alcançar boas condições dos ecossistemas<sup>105</sup>, ou para proteger os ecossistemas que já se encontram em bom estado através da conservação da natureza e da biodiversidade e da proteção e recuperação dos ecossistemas terrestres, marinhos e aquáticos<sup>106</sup>.

#### **4.2.1.2. Não prejudicar significativamente nenhum dos objetivos ambientais**

Como indicado no artigo 2.º, n.º 17 do Regulamento SFDR, uma atividade que contribua substancialmente para um dos objetivos ambientais supramencionados não deve prejudicar significativamente nenhum dos outros objetivos. Assim, uma atividade económica não deve ser qualificada como sustentável do ponto de vista ambiental se causar mais danos ao ambiente do que os benefícios que proporciona<sup>107</sup>.

---

<sup>102</sup> Nos termos do artigo 13.º, n.º 1 do Regulamento da Taxonomia.

<sup>103</sup> Melhorando os níveis de qualidade do ar, da água ou do solo nas zonas em que a atividade económica tem lugar, minimizando simultaneamente qualquer impacto adverso na saúde humana e no ambiente ou o risco de tal impacto.

<sup>104</sup> Nos termos do artigo 14.º, n.º 1 do Regulamento da Taxonomia.

<sup>105</sup> “Boas condições” significa, em relação a um ecossistema, que este se encontra ou que apresenta boas condições físicas, químicas e biológicas, que é capaz de se autoreproduzir ou autoregenerar, e em que a composição de espécies, a estrutura do ecossistema e as funções ecológicas não são comprometidas, nos termos do ponto 16) do artigo 2.º do Regulamento da Taxonomia.

<sup>106</sup> Nos termos do artigo 15.º, n.º 1 do Regulamento da Taxonomia.

<sup>107</sup> Cfr. GORTSOS, CHRISTOS V., *op. cit.*, p. 18.

Tendo em conta o ciclo de vida dos produtos e serviços resultantes de uma atividade económica, incluindo dados das análises do ciclo de vida efetuadas, considera-se que essa atividade económica prejudica significativamente a mitigação das alterações climáticas se der origem a emissões significativas de gases com efeito de estufa<sup>108</sup>.

Já em relação à adaptação às alterações climáticas, considera-se que uma atividade económica prejudica significativamente se der origem a um aumento dos efeitos negativos do clima atual e do clima futuro previsto, sobre a própria atividade, as pessoas, a natureza ou os ativos<sup>109</sup>.

Quanto à utilização sustentável e a proteção dos recursos hídricos e marinhos, considera-se que uma atividade económica prejudica significativamente se prejudicar o bom estado ou o bom potencial ecológico das massas de água, incluindo as águas de superfície e subterrâneas, ou o bom estado ambiental das águas marinhas<sup>110</sup>.

Relativamente ao objetivo de transição para uma economia circular, incluindo a prevenção e a reciclagem de resíduos, considera-se que uma atividade económica prejudica significativamente se der origem a ineficiências significativas na utilização dos materiais ou na utilização direta ou indireta de recursos naturais, se conduzir a um aumento significativo da produção, da incineração ou da eliminação de resíduos, ou se a eliminação a longo prazo dos resíduos puder vir a causar danos significativos no ambiente<sup>111</sup>.

No que respeita à prevenção e controlo da poluição, considera-se que uma atividade económica prejudica significativamente se der origem a um aumento significativo das emissões de poluentes para o ar, a água ou o solo, relativamente à situação anterior ao início da atividade<sup>112</sup>.

Por fim, em relação à proteção e o restauro da biodiversidade e dos ecossistemas, considera-se que uma atividade económica prejudica significativamente se prejudicar, de forma

---

<sup>108</sup> Nos termos do artigo 17.º, n.º 1 alínea a) do Regulamento da Taxonomia.

<sup>109</sup> Nos termos do artigo 17.º, n.º 1 alínea b) do Regulamento da Taxonomia.

<sup>110</sup> Nos termos do artigo 17.º, n.º 1 alínea c) do Regulamento da Taxonomia.

<sup>111</sup> Nos termos do artigo 17.º, n.º 1 alínea d) do Regulamento da Taxonomia.

<sup>112</sup> Nos termos do artigo 17.º, n.º 1 alínea e) do Regulamento da Taxonomia.

significativa, as boas condições e a resiliência dos ecossistemas, ou prejudicar o estado de conservação dos habitats e das espécies, incluindo os de interesse da UE<sup>113</sup>.

#### **4.2.1.3. Salvaguardas mínimas**

Tendo em conta o compromisso conjunto do Parlamento Europeu, do Conselho e da Comissão de prosseguir os princípios consagrados no Pilar Europeu dos Direitos Sociais<sup>114</sup> em prol de um crescimento sustentável e inclusivo, e reconhecendo a relevância dos direitos e normas internacionais mínimos em matéria de direitos humanos e de trabalho, as atividades económicas podem ser consideradas ambientalmente sustentáveis desde que cumpram também as salvaguardas mínimas referidas no artigo 18.º do Regulamento da Taxonomia.

Estas salvaguardas mínimas tratam-se de procedimentos aplicados pelas empresas que desenvolvem atividades económicas para assegurar a coerência com as Diretrizes para as Empresas Multinacionais da OCDE e os Princípios Orientadores sobre Empresas e Direitos Humanos da ONU<sup>115</sup>, incluindo a Declaração de 1988 sobre os Princípios e Direitos Fundamentais no Trabalho da Organização Internacional do Trabalho (OIT)<sup>116</sup>, as oito convenções fundamentais da OIT de 1998<sup>117</sup> e a Carta Internacional dos Direitos Humanos<sup>118</sup>.

#### **4.2.1.4. Critérios técnicos de avaliação**

Uma atividade económica é qualificada como sustentável do ponto de vista ambiental se satisfizer os critérios técnicos de avaliação estabelecidos pela Comissão no Regulamento Delegado (UE) 2021/2139 da Comissão de 4 de junho de 2021<sup>119</sup>.

---

<sup>113</sup> Nos termos do artigo 17.º, n.º 1 alínea f) do Regulamento da Taxonomia.

<sup>114</sup> Disponível em: [The European Pillar of Social Rights in 20 principles - Employment, Social Affairs & Inclusion - European Commission \(europa.eu\)](#).

<sup>115</sup> Disponível em: [Guidelines for multinational enterprises - OECD](#).

<sup>116</sup> Disponível em: <https://www.ilo.org/declaration/lang--en/index.htm>.

<sup>117</sup> Que definem os direitos humanos e laborais a respeitar pelas empresas.

<sup>118</sup> A Carta Internacional dos Direitos do Homem foi adotada e proclamada pela Resolução 217 A (III) da Assembleia Geral das Nações Unidas, de 10 de dezembro de 1948, disponível em <https://www.ohchr.org/Documents/Publications/Compilation1.1en.pdf>, sendo que várias destas normas internacionais estão consagradas na Carta dos Direitos Fundamentais da UE. As salvaguardas mínimas não prejudicam a aplicação de requisitos mais rigorosos relacionados com o ambiente, a saúde, a segurança e a sustentabilidade social, tal como estabelecido na legislação da UE, quando aplicável.

<sup>119</sup> Disponível em: [CL2021R2139PT0010010.0001\\_cp 1..1 \(europa.eu\)](#).

São estes critérios técnicos de avaliação que determinam em que condições uma atividade económica é qualificada como contribuindo substancialmente para os objetivos supramencionados de mitigação ou adaptação às alterações climáticas, e estabelecem se essa atividade económica não prejudica significativamente o cumprimento de nenhum dos outros objetivos ambientais<sup>120</sup>.

#### **4.2.2. Transparência na afetação das receitas**

Na exposição de motivos da Proposta de Regulamento, a Comissão Europeia indicou que “*as normas de mercado atualmente utilizadas não asseguram adequadamente a transparência*” do mercado<sup>121</sup>.

Como tal, a Proposta de Regulamento exige que os emitentes divulguem gratuitamente no seu *website*, pelo menos até à maturidade da obrigação, cinco tipos de documentos numa secção destacada, denominada de “obrigações verdes europeias”: uma ficha informativa sobre a EuGB, a verificação pré-emissão, relatórios anuais de afetação, a verificação pós-emissão e um relatório de impacto<sup>122</sup>.

##### **4.2.2.1. Ficha informativa e verificação pré-emissão**

A Proposta de Regulamento exige, nos termos do seu artigo 8.º, n.º 1 alínea a), que os emitentes preencham e publiquem uma ficha informativa sobre a EuGB, antes da sua emissão, que pode dizer respeito a uma ou a várias emissões de obrigações verdes europeias. Esta ficha informativa tem de fornecer, nos termos do Anexo I da Proposta de Regulamento: (i) informações gerais sobre o emitente, a obrigação e o avaliador externo, (ii) uma declaração que demonstre que o emitente cumpre voluntariamente os requisitos da Proposta de Regulamento, (iii) a estratégia e

---

<sup>120</sup> Controversamente, o Regulamento Delegado (UE) 2022/1214 da Comissão de 9 de março de 2022 que alterou este Regulamento Delegado (UE) 2021/2139 passou a incluir a energia nuclear e o gás natural como atividades económicas passíveis de se qualificarem como sustentáveis do ponto de vista ambiental.

<sup>121</sup> Exposição de motivos da proposta de regulamento relativo às obrigações verdes europeias, p. 6. Disponível em: [resource.html \(europa.eu\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/pt/TXT/?uri=CELEX:52021X0001).

<sup>122</sup> Nos termos do artigo 13.º, n.º 1 da Proposta de Regulamento.

fundamentação ambiental<sup>123</sup> (iv) a afetação prevista das receitas<sup>124</sup>, e (v) informações sobre a comunicação de informações<sup>125</sup>.

Além disto, antes da emissão da EuGB, os emitentes têm de publicar a verificação pré-emissão obtida por um revisor externo com um parecer positivo sobre a conformidade da ficha informativa sobre a EuGB com os requisitos da Proposta de Regulamento (e, conseqüentemente, do Regulamento da Taxonomia)<sup>126</sup>.

A verificação pré-emissão deverá conter, nos termos do Anexo IV da Proposta de Regulamento, informações sobre as fontes utilizadas para preparar a verificação, incluindo ligações para os dados de medição e para a metodologia aplicada, uma explicação das metodologias de avaliação e dos principais pressupostos, bem como uma explicação desses pressupostos e dos requisitos da taxonomia utilizados, dos limites e incertezas em torno das metodologias utilizadas e uma declaração clara no sentido de que o verificador externo considera que a qualidade das informações prestadas pelo emitente é suficiente para realizar a verificação e em que medida, se for caso disso, o verificador externo tentou confirmar as informações fornecidas.

#### **4.2.2.2. Relatórios anuais de afetação e verificação pós-emissão**

Todos os anos, até à afetação total das receitas da EuGB, os emitentes têm de publicar relatórios de afetação que demonstrem que as receitas de quaisquer obrigações verdes europeias em causa entre a sua data de emissão e o final do ano a que se refere o relatório foram afetadas em conformidade com o disposto na ficha informativa da EuGB<sup>127</sup>. Tal como a ficha informativa, e nos termos do Anexo II da Proposta de Regulamento, os relatórios devem conter: (i) informações gerais sobre o emitente, a obrigação e o avaliador externo, (ii) uma demonstração

---

<sup>123</sup> Informações sobre a forma como a obrigação se alinha com a estratégia ambiental mais alargada do emitente.

<sup>124</sup> O tempo estimado até à afetação integral das receitas, o processo de seleção de projetos ecológicos e impacto ambiental estimado, e informações sobre eventuais receitas não afetadas.

<sup>125</sup> A ligação para o *website* onde serão publicados os relatórios de afetação e os relatórios de impacto, bem como uma indicação sobre se os relatórios de afetação incluirão informações projeto a projeto sobre os montantes desembolsados e os impactos ambientais positivos e negativos esperados.

<sup>126</sup> Nos termos do artigo 8.º, n.º 1 alínea b) e 13.º, n.º 1 alínea b) da Proposta de Regulamento.

<sup>127</sup> Nos termos do artigo 9.º, n.º 1 e 13.º, n.º 1 alínea c) da Proposta de Regulamento.

de que as receitas foram afetadas de acordo com os requisitos da Proposta de Regulamento e (iii) informações pormenorizadas sobre a afetação das receitas<sup>128</sup>.

A afetação das receitas deve ser descrita, na melhor das hipóteses, a nível do projeto, especificando os objetivos ambientais, os tipos e setores de projetos, os países de afetação e o respetivo montante afetado a partir das receitas das obrigações, fornecendo confirmação do cumprimento das salvaguardas sociais mínimas<sup>129</sup>.

Os emitentes de instituições financeiras que afetam as receitas de uma carteira de várias EuGB a uma carteira de ativos financeiros têm de respeitar requisitos de divulgação mais rigorosos para o seu relatório de afetação. Assim, e nos termos do ponto 3.B do Anexo II da Proposta de Regulamento, devem apresentar uma visão panorâmica de todas as EuGB em circulação, indicando o seu valor individual e combinado, e dos ativos financeiros elegíveis no balanço do emitente, indicando, entre outros, o seu valor total amortizado, objetivos ambientais, setores e países, e uma comparação entre o valor total das EuGB em circulação e o valor total amortizado dos ativos financeiros elegíveis.

Após a afetação integral das receitas da EuGB, os emitentes têm de obter uma verificação pós-emissão por revisores externos, que demonstre que a afetação cumpriu os requisitos da ficha informativa e da Proposta de Regulamento, e publicá-la no seu *website*. Esta verificação pós-emissão deverá conter ainda, nos termos do Anexo IV da Proposta de Regulamento, as mesmas informações que a verificação pré-emissão analisadas *supra*.

#### **4.2.2.3. Relatório de impacto**

Pelo menos uma vez durante a vigência de uma EuGB, e após as receitas terem sido integralmente afetadas, os emitentes devem elaborar e publicar no seu *website* um relatório de impacto sobre o impacto ambiental da utilização das receitas das obrigações<sup>130</sup>.

---

<sup>128</sup> Os objetivos ambientais referidos prosseguidos pela obrigação, os tipos e setores dos projetos, os países aos quais foram afetadas as receitas das obrigações, o montante respetivo afetado a partir das receitas das obrigações, bem como a percentagem das receitas afetadas, respetivamente, a projetos financiados após a emissão das obrigações e a projetos financiados antes da emissão das obrigações. Para os emitentes que são empresas financeiras que afetam receitas de uma carteira com diversas obrigações ecológicas europeias a uma carteira de ativos financeiros, os relatório devem ainda conter uma visão panorâmica de todas as obrigações ecológicas europeias em circulação, indicando o seu valor individual e combinado, bem como dos ativos financeiros elegíveis no balanço do emitente.

<sup>129</sup> Previstas no Regulamento da Taxonomia, conforme analisado *supra*.

<sup>130</sup> Nos termos do artigo 10.º, n.º 1 e 13.º, n.º 1 alínea e) da Proposta de Regulamento.

O relatório de impacto sobre a EuGB combina elementos da ficha informativa e dos relatórios anuais de afetação, devendo conter, nos termos do Anexo III da Proposta de Regulamento: (i) informações gerais sobre o emitente, a obrigação e o avaliador externo, (ii) a estratégia e fundamentação ambiental<sup>131</sup>, (iii) a afetação das receitas das obrigações<sup>132</sup> e (iv) o impacto ambiental das receitas das obrigações<sup>133</sup>.

#### **4.2.3. Revisão externa e supervisão dos revisores externos**

A Proposta de Regulamento criou três níveis de controlo externo. Primeiramente, atribui o controlo do cumprimento substantivo da Proposta de Regulamento por parte do emitente, especialmente no que toca aos requisitos do Regulamento da Taxonomia, a revisores privados. Em segundo lugar, prevê a supervisão pública ao cumprimento dos requisitos de análise e divulgação de informações efetuadas pelos emitentes. Por fim, estabelece um procedimento de registo e supervisão pública dos revisores externos.

Em relação ao primeiro nível de controlo externo, exercido por revisores privados, estamos perante as verificações pré-emissão e pós-emissão analisadas *supra*. Os revisores externos avaliam, de forma pormenorizada, a conformidade da EuGB com os critérios substantivos da Proposta de Regulamento e com os requisitos de alinhamento com o Regulamento da Taxonomia, emitindo o seu parecer sobre esta avaliação, nos termos do ponto 5 do Anexo IV da Proposta de Regulamento.

O segundo nível de controlo externo é exercido pelas autoridades públicas de supervisão a nível nacional competentes, que em Portugal é a CMVM. Assim, caberá à CMVM supervisionar o cumprimento, por parte dos emitentes, dos requisitos de análise e divulgação de informações. Esta supervisão abrange as obrigações do emitente de completar e publicar no seu *website* a

---

<sup>131</sup> Informações sobre a forma como a obrigação se alinha com a estratégia ambiental mais alargada do emitente, tal como enunciada na ficha informativa, bem como, se for caso disso, uma explicação de quaisquer alterações à estratégia ambiental mais alargada do emitente desde a publicação dessa mesma ficha.

<sup>132</sup> Informações sobre os tipos e setores dos projetos e os países aos quais foram afetadas as receitas das obrigações, bem como o montante respetivo afetado a partir das receitas das obrigações, bem como a percentagem das receitas afetadas, respetivamente, a projetos financiados após a emissão das obrigações e a projetos financiados antes da emissão das obrigações.

<sup>133</sup> Estimativa dos impactos ambientais positivos e negativos, informações sobre a metodologia e os pressupostos utilizados para avaliar os impactos dos projetos e informações sobre os impactos ambientais positivos e negativos dos projetos e sobre as respetivas métricas.

ficha informativa e a sua verificação pré-emissão, os relatórios de afetação e a sua verificação pós-emissão, o relatório de impacto da EuGB sobre o impacto ambiental da utilização das receitas das obrigações e, no caso de necessidade de elaboração de um prospeto ao abrigo do Regulamento do Prospeto<sup>134</sup>, a declaração clara de que a EuGB é emitida em conformidade com a Proposta de Regulamento.

Assim, terá a CMVM um vasto leque de poderes de supervisão, incluindo o de solicitar informações e documentos aos auditores e aos quadros dirigentes do emitente, o de suspender uma oferta de EuGB por um período máximo de dez dias úteis em caso de dúvidas razoáveis de infração, o de proibir ou suspender anúncios, o de tornar público que um emitente não cumpre as obrigações de divulgação e o de realizar inspeções na sede do emitente<sup>135</sup>. No que se refere aos emitentes que infringem as obrigações de análise e divulgação de informações, bem como o dever de cooperar com a CMVM, deverá Portugal, nos termos do direito nacional, conferir poderes à CMVM de impor de sanções ou outras medidas administrativas<sup>136</sup>.

Por fim, o terceiro nível de controlo externo é exercido pelas autoridades públicas de supervisão a nível da UE. A Proposta de Regulamento atribui à ESMA<sup>137</sup> a competência para registar e supervisionar os revisores externos. Assim, nos termos do artigo 14.º da Proposta de Regulamento, os revisores externos, antes de iniciarem a sua atividade, têm de se registar junto da ESMA. Os revisores externos terão de fornecer informações completas sobre a sua estrutura acionista, a identidade dos membros dos quadros dirigentes e o seu nível de qualificação, experiência e formação<sup>138</sup>.

Os revisores externos terão também de descrever os procedimentos e metodologias aplicados nas verificações pré-emissão e pós-emissão. No geral, os revisores externos têm de utilizar sistemas, recursos e procedimentos adequados para cumprir as suas obrigações, acompanhar e

---

<sup>134</sup> Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017, relativo ao prospeto a publicar em caso de oferta de valores mobiliários ao público ou da sua admissão à negociação num mercado regulamentado, disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:02017R1129-20211110>.

<sup>135</sup> Nos termos do artigo 37.º da Proposta de Regulamento.

<sup>136</sup> Nos termos do artigo 41.º da Proposta de Regulamento.

<sup>137</sup> A ESMA exerce poderes de supervisão direta atribuídos pela legislação setorial europeia. Tem como objetivo proteger o interesse público contribuindo para a estabilidade e a eficácia do sistema financeiro, designadamente através da preparação de normas regulatórias e contribuir para práticas comuns de supervisão, podendo nomeadamente emitir pareceres às instituições da UE e desenvolver orientações, recomendações e projetos de normas técnicas de regulamentação e de execução.

<sup>138</sup> Nos termos do artigo 15.º da Proposta de Regulamento.

avaliar a sua adequação e eficácia pelo menos uma vez por ano e tomar medidas apropriadas para corrigir eventuais deficiências<sup>139</sup>. Para isso, os revisores externos devem dispor de uma função interna de controlo do cumprimento (*compliance*) que os avalie de forma permanente, eficaz e independente, que disponha de recursos suficientes para desempenhar as suas funções e que seja remunerada independentemente do desempenho comercial da entidade<sup>140</sup>.

### **4.3. Análise crítica da Proposta de Regulamento**

Começando com a primeira componente analisada, em que a utilização das receitas das EuGB deverá ser totalmente afetadas a atividades económicas alinhadas com o disposto no Regulamento da Taxonomia, denotamos que esta componente resolve um problema identificado nesta dissertação a propósito da governação privada do mercado de obrigações verdes: o da ausência de uma definição universalmente aceite que diferencie um investimento “verde” de um “não verde”<sup>141</sup>.

O Regulamento da Taxonomia fornece um quadro pormenorizado e sofisticado que proporciona aos emitentes e aos investidores segurança jurídica quanto às atividades consideradas sustentáveis do ponto de vista ambiental<sup>142</sup>, contribuindo assim, a nosso ver, para o combate ao *greenwashing* no mercado das obrigações verdes.

Em relação à segunda componente da Proposta de Regulamento, que se prende com os requisitos de transparência, somos da opinião que a elaboração dos cinco documentos exigidos é adequada para o fim proposto de aumentar a transparência *ab initio* e durante a vigência da obrigação verde. A ficha informativa funciona como uma espécie de “prospeto verde” e ajudará os investidores a avaliar e comparar as EuGB antes da emissão. Os relatórios anuais de afetação contribuirão, após a emissão, para esta avaliação e ajudarão a controlar regularmente a afetação das receitas.

---

<sup>139</sup> Nos termos do artigo 18.º da Proposta de Regulamento.

<sup>140</sup> Nos termos do artigo 21.º da Proposta de Regulamento.

<sup>141</sup> Os GBP, como analisado, não exigem que o emitente utilize uma taxonomia específica para avaliar a sustentabilidade do seu projeto.

<sup>142</sup> Cfr. GORTSOS, CHRISTOS V., *op. cit.*, p. 29.

Para mais, comparando com outros requisitos de divulgação de informações previstos em legislação europeia, como é o caso do Regulamento do Prospeto e o SFDR, não aparentam existir sobreposições ou incoerências significativas que devam ser evitadas para garantir a integridade do mercado<sup>143</sup>. Em bom rigor, muitos emitentes de EuGB terão de elaborar em paralelo um prospeto ao abrigo do Regulamento do Prospeto, para além dos documentos exigidos pela Proposta de Regulamento, sendo que qualquer eventual sobreposição de informação poderá ser reduzida com recurso a referências cruzadas entre os documentos de divulgação.

Quanto à terceira componente analisada relativamente aos revisores externos e a sua supervisão, esta é a que tem suscitado mais dúvidas quanto às soluções adotadas pela Proposta de Regulamento. Embora tente combinar os aspetos positivos da revisão privada e da supervisão pública, há quem entenda que os revisores externos têm um conflito de interesse inerente com os emitentes avaliados, dada a sua dependência comercial<sup>144</sup>, que justificaria serem as autoridades públicas de supervisão, à partida independentes e objetivas, a assumirem as funções daqueles.

Não podemos concordar com esta abordagem. Pese embora sejam as autoridades nacionais de supervisão as entidades competentes na supervisão dos prospectos, ao abrigo do Regulamento dos Prospectos, e dos relatórios de sustentabilidade das empresas financeiras, ao abrigo do SFDR, cremos que a Proposta de Regulamento garante segurança na atuação dos revisores externos.

Para além dos requisitos de adequação exigidos para o registo dos revisores externos analisados *supra*, a Proposta de Regulamento também prevê mecanismos quando existirem situações identificadas de conflitos de interesse, no seu artigo 27.º, como a proibição de dependência dos honorários cobrado em função do resultado da verificação efetuada. Para mais, a Proposta de Regulamento confere à ESMA poderes de aplicação de sanções, nomeadamente a aplicação de coimas, a revisores externos que, com dolo ou por negligência, cometam infrações previstas na

---

<sup>143</sup> Cfr. BADENHOOP, NIKOLAI, *op. cit.*, p. 45.

<sup>144</sup> *Ibid*, p. 72.

Proposta de Regulamento, nomeadamente prestarem informações incorretas ou suscetíveis de induzir em erro<sup>145</sup>.

Não obstante, entendemos que a abordagem adotada na Proposta de Regulamento é suscetível de criar custos desnecessários, especialmente para os emitentes que são PME, e de excluir do mercado os revisores externos de menor dimensão. Como mencionámos anteriormente, os custos elevados são um entrave à divulgação de informação, especialmente informação com qualidade, sendo que a Proposta de Regulamento agrava este problema.

Por fim, somos da opinião que falta à Proposta de Regulamento um mecanismo de responsabilidade civil aliado à supervisão pública<sup>146</sup>. Acrescentar este nível de aplicação do direito privado à Proposta de Regulamento dissuadiria efetivamente os emitentes de infringirem os seus deveres ao abrigo do diploma e compensaria os prejudicados por qualquer infração cometida.

## **5. Natureza voluntária da Proposta de Regulamento**

O último aspeto que iremos abordar em relação à Proposta de Regulamento prende-se com a sua natureza voluntária. Por forma a promover o crescimento do mercado das obrigações verdes, a Proposta de Regulamento apresenta-se como um instrumento voluntário para os emitentes que queiram designar as suas obrigações como EuGB<sup>147</sup>, devendo para isso cumprir os requisitos relativos às obrigações, à transparência e à revisão externa analisados *supra*, até ao seu vencimento. Assim, os emitentes continuam a ter a liberdade de designar as suas obrigações como “obrigações verdes” ou “obrigações sustentáveis do ponto de vista ambiental” sem respeitar nenhum dos requisitos da Proposta de Regulamento.

---

<sup>145</sup> Nos termos do artigo 52.º n.º 2 da Proposta de Regulamento.

<sup>146</sup> Embora a responsabilidade civil seja geralmente uma questão de direito nacional e não esteja harmonizada a nível da UE, há exemplos proeminentes de legislação comunitária sobre regras de divulgação ou regulamentação financeira que estabelecem mecanismos de responsabilidade civil, como é o caso do Regulamento do Prospeto no seu artigo 11.º.

<sup>147</sup> Exposição de motivos da proposta de regulamento relativo às obrigações verdes europeias, p. 6. Disponível em: [resource.html \(europa.eu\)](http://resource.html.europa.eu).

Esta foi a solução adotada, mas é apenas uma de algumas possíveis. Existe grande discussão sobre o quão voluntária/obrigatória a Proposta de Regulamento deveria ser. Segundo alguns autores<sup>148</sup>, participantes de mercado tanto do lado dos emitentes como do lado dos investidores irão se opor a qualquer tentativa regulamentar que imponha qualquer medida de responsabilidade pelo não cumprimento de promessas ecológicas, dado que este aumento de responsabilidade aumentará os custos e, segundo estes, matará o mercado.

Não podemos acompanhar esta linha de raciocínio por uma simples questão, se o mercado de obrigações verdes só pode sobreviver se os emitentes não tiverem efetivamente de se comprometer com o financiamento de atividades verdes, porque se deveria procurar a sobrevivência desse mercado? Para mais, as evidências<sup>149</sup> não parecem apontar para um mercado extremamente deficitário a este respeito.

Outros autores<sup>150</sup> entendem precisamente o contrário: a Proposta de Regulamento não deve funcionar como uma norma complementar, mas sim como uma norma exclusiva para todas as emissões de obrigações verdes no mercado de obrigações verdes da UE, incluindo as que se baseiam em regulamentação privada. Por sua vez, a regulamentação privada deveria ser conciliada com a Proposta de Regulamento para poder ser aplicável na UE. A conciliação implicaria o alinhamento obrigatório das obrigações verdes com o Regulamento da Taxonomia, bem como a introdução de obrigações de controlo externo e a supervisão das emissões de obrigações verdes pela ESMA e pelas autoridades nacionais de supervisão. Qualquer obrigação que não estivesse alinhada com a Proposta de Regulamento teria de ser designada como “não-verde”.

Também não acompanhamos esta posição que, a nosso ver, resulta em excesso de regulamentação que impediria o bom funcionamento do mercado. Esta abordagem conduziria a uma deterioração das condições de mercado para as obrigações que não cumprem a Proposta de Regulamento, pois teriam de ser rotuladas como “não verdes”. Embora isso incentivasse os emitentes a encontrar atividades económicas sustentáveis do ponto de vista ambiental para

---

<sup>148</sup> Cfr. CURTIS, QUINN, WEIDEMAIER, MARK e GULATI, MITU, “Green Bonds; Empty Promises”, 2023.

<sup>149</sup> Como o *Post-Issuance Reporting in the Green Bond Market*, preparado pela *Climate Bonds Initiative*, disponível em: [cbi\\_post-issuance-reporting\\_032019\\_web.pdf \(climatebonds.net\)](https://climatebonds.net/wp-content/uploads/2019/03/cbi_post-issuance-reporting_032019_web.pdf).

<sup>150</sup> Cfr. PYKA, MICHAL, *op. cit.*

financiar, desencorajaria as emissões e os investimentos em obrigações pejorativamente designadas de “não verdes” e poderia, em geral, reduzir as emissões de obrigações na UE e os investimentos no mercado obrigacionista da EU. Assim, embora esta opção promova as obrigações “verdes”, enfraquece as obrigações “não verdes”, o que não reforça necessariamente a credibilidade do mercado das obrigações verdes e, além disso, prejudica a competitividade dos mercados de capitais, no geral, da EU.

Quanto à opção adotada pela Proposta de Regulamento, a Comissão explica o porquê de ter optado por esta abordagem<sup>151</sup>. Segundo esta, a abordagem voluntária evita impactos perturbadores no atual mercado de obrigações verdes. A criação de uma norma voluntária acrescentaria mais uma norma ao mercado, que entraria em concorrência com as normas existentes. De acordo com a Comissão, isto facilitaria um ambiente de mercado competitivo em que a procura dos investidores, e não os requisitos regulamentares, impulsionaria a futura emissão de obrigações sustentáveis do ponto de vista ambiental. A ideia subjacente é que a Proposta de Regulamento convencerá o mercado se for suficientemente boa. Além disso, dada a designação EuGB, a abordagem voluntária baseia-se na reputação da UE como um bom e eficaz definidor de normas e no pressuposto de que os mercados confiarão no rótulo da UE.

A UE efetivamente tem demonstrado qualidade na criação de normas regulamentares, nos vários domínios. Dada a importância económica da UE enquanto grande mercado económico e a qualidade das suas normas regulamentares, estas tendem a influenciar outros legisladores que encaram a UE como um modelo<sup>152</sup>. Contudo, uma norma voluntária só diminui a fragmentação do mercado se convencer um número significativo de emitentes a utilizá-la, sendo que nos termos da Proposta de Regulamento os emitentes podem designar como “verdes” as suas obrigações, sem cumprirem com os requisitos do diploma.

Consequentemente, somos do entender que uma norma voluntária nos termos da Proposta de Regulamento é bastante suscetível de contribuir para uma maior fragmentação ao acrescentar outro diploma de regulamentação à escolha dos emitentes. Além disso, a da Proposta de Regulamento não nos parece criar incentivos suficientes para que os emitentes adotem o rótulo

---

<sup>151</sup> Exposição de motivos da proposta de regulamento relativo às obrigações verdes europeias, p. 9. Disponível em: [resource.html \(europa.eu\)](https://ec.europa.eu/economy_finance/press_corner/press_releases/press_release_15112018_en.htm).

<sup>152</sup> Fenómeno denominado por BRADFORD, ANU como “Efeito Bruxelas,” em “The Brussels Effect: How the European Union Rules the World”, *Oxford University Press*, 2020.

de EuGB, ficando a sua adesão a depender principalmente da reputação e do poder de persuasão deste rótulo no mercado, que ainda não sabemos como será.

Mais relevante ainda do que o supramencionado, entendemos que o principal problema da Proposta de Regulamento é o facto de não combater eficazmente o *greenwashing*, pois não impediria que obrigações fossem emitidas como “verdes”, apesar de não cumprirem a Proposta de Regulamento.

Tendo tudo isto em conta, somos da opinião que a Proposta de Regulamento poderia ter ido ligeiramente mais além quanto à questão da voluntariedade. A natureza voluntária da norma, em contrapartida de uma natureza obrigatória, parece-nos adequada, pelo menos a médio prazo, a fim de evitar consequências indesejadas para o mercado de obrigações verdes, desencadeadas por uma potencial migração de emitentes para outros mercados fora da UE com requisitos menos rigorosos e/ou uma mudança de emitentes para outras fontes de financiamento tradicionais (não verdes).

Alguns emitentes poderão decidir não recorrer à EuGB, dado o potencial custo elevado do cumprimento dos requisitos da Proposta de Regulamento e do Regulamento da Taxonomia. No entanto, é razoável crer que os investidores procurarão obrigações verdes com a designação de EuGB devido aos requisitos de divulgação reforçados e às normas rigorosas de verificação. Se começarem a existir referências explícitas a EuGB nos mandatos dos investidores, é provável que a pressão do mercado e os custos de financiamento mais baixos levem os emitentes a recorrer às EuGB para angariar fundos para atividades sustentáveis<sup>153</sup>.

Não obstante, entendemos que o legislador europeu deveria ter estabelecido requisitos obrigatórios para a emissão e comercialização de qualquer obrigação designada como “verde”<sup>154</sup> na UE, sem a obrigatoriedade, contudo, de rotular as obrigações que não cumpram com os requisitos da Proposta de Regulamento como “não verdes”, colmatando a insuficiência atual de prevenção de *greenwashing*, sem contribuir para o enfraquecimento do mercado das obrigações regulares (não verdes).

---

<sup>153</sup> Cfr. MARAGOPOULOS, NIKOS, “Anticipating the EU Green Bond Standard: The Core Elements of the European Green Bond Regulation”, 2023.

<sup>154</sup> À semelhança do que acontece com Regulamento (UE) 2018/848 do Parlamento Europeu e do Conselho de 30 de maio de 2018, relativo à produção biológica e à rotulagem dos produtos biológicos.

De modo a testar a compatibilidade da Proposta de Regulamento com as necessidades do mercado, esta poderia prever um período de transição: o diploma passaria a ser obrigatório para a emissão de qualquer obrigação rotulada de verde apenas após dois anos da sua entrada em vigor. Entendemos que qualquer risco de fuga para mercados periféricos de obrigações verdes estaria mitigado pela obrigatoriedade de alinhamento com a Proposta de Regulamento tanto do lado da oferta (emissão) como do lado da procura (comercialização) destas obrigações. Assim, se emitentes da UE ou de países terceiros procurarem investimento dentro da UE, terão de respeitar a Proposta de Regulamento para atrair capital oriundo da UE.

Dada a forte apetência dos investidores em matéria de ESG na EU, é do nosso ponto de vista pouco provável que a obrigatoriedade nos termos por nós sugeridos prejudique o crescimento do mercado a longo prazo. Acreditamos que só assim criará condições de concorrência, dando simultaneamente segurança aos emitentes e aos investidores, transparência ao mercado e combatendo o *greenwashing*.

## 6. Conclusão

O mercado das obrigações verdes tem crescido a um ritmo frenético nos últimos anos e as previsões indicam que assim continuará. As obrigações verdes foram modeladas por uma governação privada (regras permissivas) cuja inevitável dispersão, na sequência do crescimento maciço dos mercados de obrigações verdes, exige agora, a nosso ver, uma intervenção mais forte da governação pública (regras prescritivas), a fim de não permitir que todas as obrigações sejam verdes<sup>155</sup>.

Para mais, os emitentes enfrentam riscos de reputação caso as obrigações verdes não proporcionarem os benefícios ambientais pretendidos, por um lado, sendo ainda necessária a proteção dos investidores quando se verifique uma violação das cláusulas acordadas com o emitente (*green default*), por outro. Tais medidas são necessárias para que o mercado apresente credibilidade a longo prazo<sup>156</sup>.

---

<sup>155</sup> Cfr. REQUICHA FERREIRA, MANUEL, *op. cit.*

<sup>156</sup> Cfr. SANCHES, DIOGO MIGUEL ASSUNÇÃO DE FREITAS, *op. cit.*, p. 883.

A Proposta de Regulamento é, a nosso ver, um passo em frente para essa credibilidade do mercado, resolvendo algumas das limitações da regulamentação privada identificadas ao longo da presente dissertação. Não obstante, entendemos que ela própria apresenta deficiências que limitam o seu potencial e não contribuem efetivamente para o combate ao *greenwashing*.

Principalmente, a ausência de um mecanismo de responsabilidade civil bem delimitado em complemento da supervisão pública, bem como a possibilidade de se emitirem obrigações rotuladas como “verdes” mesmo que não cumprindo com a Proposta de Regulamento, são os expoentes máximos de um diploma que serve como um bom ponto de partida, mas que necessita de mais passos para contribuir na sua plenitude à realização dos necessários objetivos climáticos.

## **Bibliografia**

**AKAKI, ALEXIS S., CRISTÓFALO, RENAN G., ABE, TATIANA C., MIRAGLIA, SIMONE K. e MORANO, ROGERIO S.**, “Sustentabilidade e o mercado financeiro: estudo do desempenho de empresas que compõem o índice de sustentabilidade empresarial (ISE)”, Revista de Gestão, v.23, n. 4, p. 288, 2016.

**BADENHOOP, NIKOLAI**, “Green Bonds: An assessment of the proposed EU Green Bond Standard and its potential to prevent greenwashing”, p. 21, 2022, disponível em: [Green Bonds | An assessment of the proposed EU Green Bond Standard and its potential to prevent greenwashing \(eui.eu\)](#).

**BANAHAN, CRISTINA**, “The bond villains of green investment: why an unregulated securities market needs government to lay down the law”, 2019, disponível em: [vlaw\\_43n4\\_Banahan.pdf \(vermontlaw.edu\)](#).

**CARROLL, ARCHIE B.**, “A History of Corporate Social Responsibility Concepts and Practices”, The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility, 2008, disponível em: [\(PDF\) A History of Corporate Social Responsibility: Concepts and Practices \(researchgate.net\)](#).

**COOPER, GRAHAM**, “S&P to withdraw green evaluation from Mexico City airport bonds”, 2018, disponível em: [S&P to withdraw green evaluation from Mexico City airport bonds :: Environmental Finance \(environmental-finance.com\)](#).

**CURTIS, QUINN, WEIDEMAIER, MARK e GULATI, MITU**, “Green Bonds; Empty Promises”, 2023, disponível em: [Green Bonds; Empty Promises | Oxford Law Blogs](#).

**DELMAS, MAGALI A. e BURBANO, VANESSA CUEREL**, “The Drivers of Greenwashing”, California Management Review 54, 2011, disponível em: [\(PDF\) The Drivers of Greenwashing \(researchgate.net\)](#).

**DESCHRYVER, PAULINE e MARIZ, FREDERIC DE**, “What Future for the Green Bond Market? How Can Policymakers, Companies, and Investors Unlock the Potential of the Green Bond Market?” Journal of Risk and Financial Management, 2020.

**DORAN, MICHAEL e TANNER, JAMES**, “Green Bonds – An Overview”, 2019, disponível em: [green-bonds--an-overview--may-2019.pdf \(bakermckenzie.com\)](#).

**EXPÓSITO, ÁLVARO GÓMEZ**, “Finanzas Sostenibles y Bonos Verdes ante la Emergencia Climática”, La regulación de la energía limpia ante la emergencia climática, 2020.

**FREEBURN, LLOYD e RAMSAY, IAN** “Green Bonds: Legal and Policy Issues”, 2020, disponível em: [Green Bonds: Legal and Policy Issues by Lloyd Freeburn, Ian Ramsay :: SSRN](#).

**GORTSOS, CHRISTOS V.**, “The Taxonomy Regulation: More Important Than Just as an Element of the Capital Markets Union”, p. 14, 2020. Disponível em: [The Taxonomy Regulation : More Important Than Just as an Element of the Capital Markets Union \(zbw.eu\)](#).

**GUINÉ, ORLANDO VOGLER**, “Art. 360º CSC – Modalidades de Obrigações”, Código das Sociedades Comerciais em Comentário, vol. VI, Almedina, Coimbra, 2012.

**GUYNN, RANDALL e POLK, DAVIS** “The Financial Panic of 2008 and Financial Regulatory Reform”, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 2010, disponível em: [The Financial Panic of 2008 and Financial Regulatory Reform \(harvard.edu\)](#).

**HAY, JON**, “Vasakronan issues ‘first’ corporate green bond”, 2013, disponível em: [\(PDF\) A History of Corporate Social Responsibility: Concepts and Practices \(researchgate.net\)](#).

**LIBOREIRO, JORGE**, “Green bonds: can the EU really become the world’s largest issuer of climate-conscious finance?”, 2021, disponível em: [Green bonds: Can the EU really become the world's largest issuer of climate-conscious finance? | Euronews](#).

**LO GIUDICE, ENRICO**, “The Green Bond Market, Explained”, World Economic Forum, 2017, disponível em: <https://www.weforum.org/agenda/2017/07/what-are-green-bonds-explainer/>.

**MARAGOPOULOS, NIKOS**, “Anticipating the EU Green Bond Standard: The Core Elements of the European Green Bond Regulation”, 2023, disponível em: [Anticipating the EU Green Bond Standard: The Core Elements of the European Green Bond Regulation | Oxford Law Blogs](#).

**MOLONEY, NIAMH**, “Institutional governance and Capital Markets Union: incrementalism or a ‘big bang’?”, 2016, disponível em: [Moloney Institutional governance.pdf \(lse.ac.uk\)](#).

**MÖSLEIN, FLORIAN e MITTWOCH, ANNE-CHRISTIN**, “Plan de Acción europeo para financiar el desarrollo sostenible”, la Ley mercantile, 2019., disponível em: [Plan de Acción europeo para financiar el desarrollo sostenible - Dialnet \(unirioja.es\)](#).

**NANAYAKKARA, MADURIKA e COLOMBAGE, SISIRA**, “Does compliance to Green Bond Principles matter? Global Evidence”, disponível em: [Does Compliance to Green Bond Principles Matter? Global Evidence \(uow.edu.au\)](#).

**PADOVANI, STEFANO**, “Green Bond Principles and the EU framework for green finance”, International Bar Association, 2021, disponível em: [Green Bond Principles and the EU framework for green finance | International Bar Association \(ibanet.org\)](#).

**PARK, STEPHEN**, “Green Bonds and Beyond. Debt Financing as a Sustainability Driver”, Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability, Cambridge, 2020, disponível em: [Green Bonds and Beyond: Debt Financing as a Sustainability Driver by Stephen Park :: SSRN](#).

**PARK, STEPHEN**, “Investors as regulators: green bonds and the governance challenges of the sustainable finance revolution”, Stanford Journal of International Law, Vol. 54, No. 1, 2018 University of Connecticut School of Business Research Paper No. 18-12, 2018, disponível em: [ARTICLE \(ssrn.com\)](#).

**PEREZ, OREN**, “Private Environmental Governance as Ensemble Regulation: A Critical Exploration of Sustainability Indexes and the New Ensemble Politics”, 2011.

**PRECLAW, RYAN e BAKSHI, ANTHONY**, “The Cost of Being Green”, Barclays | U.S. Credit Focus, 2015, disponível em: [A-COVER TITLE 1 \(environmental-finance.com\)](#).

**PYKA, MICHAL**, “The EU Green Bond Standard: A Plausible Response to the Deficiencies of the EU Green Bond Market?”, 2023, disponível em: [The EU Green Bond Standard: A Plausible Response to the Deficiencies of the EU Green Bond Market? - PMC \(nih.gov\)](#).

**REICHELDT, HEIKE**. “Green bonds: a model to mobilize private capital to fund climate change mitigation and adaptation projects”, EuroMoney Environmental Finance Handbook, 2010, disponível em: [World Bank Document](#).

**REQUICHA FERREIRA, MANUEL**, “The New ESG Bond Markets”, The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance, 2022.

**RÖDL, FLORIAN**, “Private law beyond the democratic order? On the legitimacy problem of private law ‘beyond the state’”, The American Journal of Comparative Law, 2008, disponível em: [Private Law beyond the Democratic Order? On the Legitimacy Problem of Private Law "Beyond the State" on JSTOR](#).

**SANCHES, DIOGO MIGUEL ASSUNÇÃO DE FREITAS**, “Sustentabilidade no Mercado de Capitais - Papel das Green Bonds”, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários sobre os 20 Anos do Código dos Valores Mobiliários, 2021, disponível em: [20 Anos do Código dos Valores Mobiliários.pdf \(cmvm.pt\)](#).

**SENN, MYRIAM**, “Non-state regulatory regimes”, Springer-Verlag, Berlin, 2011.

**SIVARAMAKRISHNAN, SIDDHARTHA, BASU, RANAJAY e DERESKEVICIUTE, RAMINTA**, “European Commission issues its first—and the world’s largest—Green Bond”, McDermott Will & Emery + Insights, 2021, disponível em: [European Commission Issues the World’s Largest Green Bond \(natlawreview.com\)](#).

**WÖCKENER, KARSTEN, DEY, DEBASHIS e HAUMAN, MINDY**, “Green bonds – building optionality for issuers into programme documentation”, 2018, disponível em: [Green bonds – building optionality for issuers into programme documentation | White & Case LLP \(whitecase.com\)](#).