

Universidade Católica Portuguesa

Faculdade de Direito



UNIVERSIDADE
CATOLICA
PORTUGUESA

Do Financiamento Sustentável – *doing well by doing good*

Manuel António Zambelli Daniel de Almeida Toledo

Dissertação orientada pelo Professor Dr. Paulo Câmara

MESTRADO EM DIREITO EMPRESARIAL

Lisboa

Março de 2023

Aos meus pais, pelo apoio incondicional.

À minha família e aos meus amigos

Ao Professor Dr. Paulo Câmara

Índice

1. Introdução; o financiamento <i>ESG</i> como um instituto progressivo.....	7
2. Modalidades.....	12
2.1. Obrigações <i>ESG</i>	12
2.1.1. <i>Green Bonds</i>	12
2.1.2. <i>Social Bonds</i>	17
2.1.3. <i>Sustainability-Linked Bonds</i>	19
2.2. Crédito (bancário) <i>ESG</i>	21
2.2.1. <i>Green Loans</i>	23
2.2.2. <i>Sustainability-Linked Loans</i>	24
2.2.3. <i>Social Loans</i>	27
3. Aspetos estruturais comuns.....	30
3.1. Âmbito subjetivo do financiamento <i>ESG</i>	30
3.2. Dever de informação das empresas financiadas	30
3.3. Escolha e estabelecimento de métricas.....	35
3.4. Possível intervenção de certificação externa.....	36
4. Principais patologias da figura	40
4.1. Incumprimento de finalidade.....	40
4.2. Informação deficitária.....	42
5. Considerações finais	48
6. Bibliografia.....	50

Resumo

A comunidade financeira tem vindo, progressivamente, a reconhecer a importância do movimento *Environmental, Social and Governance* (“ESG”).

Contudo, já não é suficiente que as sociedades se foquem exclusivamente na prossecução do lucro; devendo, também, prosseguir objetivos de sustentabilidade. Esta mudança de paradigma abriu portas ao desenvolvimento, no âmbito das finanças sustentáveis, de novas iniciativas e produtos financeiros, nomeadamente as *green bonds*, as *social bonds*, as *sustainability-linked bonds*, os *green loans*, os *sustainability linked-loans* e os *social loans*.

Esta dissertação procede a uma análise sistemática das modalidades de financiamento e respetivos aspetos estruturais e perturbações contratuais, como instrumentos para alcançar uma economia hipocarbónica.

O progresso nesta área, no entanto, ainda está num estágio inicial de desenvolvimento. Consequentemente, avanços regulatórios e legislativos são, mais do que nunca, necessários para que se atinjam progressos significativos na transição para um futuro mais sustentável.

Palavras-Chave: *ESG; Green Loans; Sustainability Linked-Loans; Social Loans; Green Bonds; Social Bonds; Sustainability-Linked Bonds; Greenwashing; Finanças Sustentáveis.*

Abstract

The financial community has increasingly recognized the importance of the *Environmental, Social, and Governance* (“ESG”) movement.

However, it is no longer sufficient for companies to focus exclusively on the pursuit of profit; they must also pursue sustainability goals. This shift in paradigm has led to the emergence of new financial initiatives and products within the sustainable finance scope, such as *green bonds, social bonds, sustainability-linked bonds, green loans, sustainability linked-loans* and *social loans* .

This thesis provides a systematic analysis of financing modalities, their structural aspects, and contractual disruptions, as instruments to achieve a low-carbon economy.

Despite some progress in this area, it is still in its early stages of development. Therefore, regulatory and legislative breakthroughs are required more than ever if significant progress is to be made in the transition to a more sustainable future.

Keywords: *ESG; Green Loans; Sustainability Linked-Loans; Social Loans; Green Bonds; Social Bonds; Sustainability-Linked Bonds; Greenwashing; Sustainable Finance.*

Lista de Abreviaturas

APLMA - Asia Pacific Loan Market Association

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVM – Código dos Valores Mobiliários

ESG - Environmental, Social & Governance

ICMA - International Capital Market Association

KPI - Key Performance Indicator

LMA - Loan Market Association

LST - Loan Syndications and Trading Association

ONU - Organização das Nações Unidas

SPT – Sustainability Performance Target

UE - União Europeia

1. Introdução; o financiamento *ESG* como um instituto progressivo

Desde finais do século XIX, temos vindo a assistir a variados debates sobre a vocação filantrópica das sociedades, sendo claro que, tradicionalmente, se defende que o seu propósito é (quase) exclusivamente orientado pela maximização dos lucros, secundarizando-se elementos de sustentabilidade¹. A mais relevante expressão desta abordagem é o artigo *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*, de M. FRIEDMAN². No entanto, a desenfreada exploração dos recursos naturais (finitos) e as cada vez mais frequentes catástrofes ambientais, evidenciaram a insustentabilidade deste paradigma e a necessidade de adoção de uma nova abordagem que, na lógica de H. JONAS, *assegure a satisfação das necessidades das gerações presentes, sem comprometer o equilíbrio necessário à salvaguarda das gerações futuras*. Esta abordagem é conhecida como *desenvolvimento sustentável*³ e procura conciliar o *desenvolvimento social*, a *proteção do ambiente* e o *desenvolvimento económico*⁴.

Precisamente, no século XXI o paradigma empresarial tende a alterar-se, fruto da introdução deste novo modelo⁵: nas duas últimas décadas, em especial nos últimos cinco anos, o movimento *ESG*⁶ tem vindo a tornar-se numa incontornável referência na definição das estratégias (e modelos de negócio) das empresas⁷ e instituições financeiras, sendo fundamental que estas, para além da maximização do lucro, apostando numa lógica

¹ DIOGO DE FREITAS SANCHES, “Sustentabilidade no mercado de capitais – papel das *green bonds*” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários sobre os 20 Anos do CVM*, CMVM (Coord.), (2021), p. 877 e JONATHAN POVILONIS, *Contracting for ESG: Sustainability-Linked Bonds and a New Investor Paradigm*, (2022), pp. 7 e 8.

² Neste artigo de 1970, publicado no *New York Times*, FRIEDMAN defende que a empresa deve ser gerida de acordo com a vontade dos *shareholders*, que, em regra, será a maximização dos lucros. Se outros objetivos (v.g. a sustentabilidade ambiental) forem prosseguidos, estes serão uma espécie de “imposto” aos *shareholders*.

³ Este conceito surge em 1987 com o relatório *Our Common Future* da *Brundland Commission*.

⁴ JUAN GIRÁLDEZ e STEPHANIE FONTANA, *Sustainability-Linked Bonds: The Next Frontier in Sovereign Financing*, (2021), p. 2.

⁵ MAFALDA DE MIRANDA BARBOSA, *Green bonds: riscos e responsabilidade*, (2019), p. 1.

⁶ O termo *ESG* tem a sua origem no relatório da conferência *Who Cares Wins* (2005) da ONU, que estabeleceu as bases do investimento sustentável. O *E* remete para fatores ambientais, nomeadamente a sustentabilidade ambiental e as alterações climáticas; o *S* remete para fatores sociais, em especial a segurança, diversidade, inclusão e o *G* remete para fatores de *governance*, abrangendo, por exemplo, questões de transparência e combate à corrupção.

⁷ SEHOON KIM *et. alii.*, *ESG Lending*, (2022), p. 2 e ANA FILIPA MORAIS ANTUNES, *ESG, racionalidade empresarial, e novos contenciosos*, (2022).

inclusiva e de convergência de interesses a longo prazo, *maximizem o seu valor para o conjunto de stakeholders*⁸.

A atual situação de emergência climática é amplamente reconhecida e, se não for revertida, os seus efeitos nefastos far-se-ão sentir em todos os setores da economia (e, conseqüentemente, o próprio setor financeiro) e da sociedade⁹, sobretudo entre os mais pobres e marginalizados¹⁰.

A luta contra as alterações climáticas é uma preocupação comum da Humanidade e têm sido inúmeras as iniciativas nesse sentido, destacando-se, por exemplo, a *Agenda 2030*; os *Objetivos do Milénio da ONU* e o *Acordo de Paris*¹¹. O *Acordo de Paris*, em especial, é um claro passo na resposta a esta crise global, assinalando o compromisso (histórico) da comunidade internacional em atingir a neutralidade carbónica até 2050¹². Os signatários comprometeram-se a reduzir as emissões de gases com efeito de estufa de modo a *manter o aumento da temperatura média mundial abaixo dos 2°C em relação aos níveis pré-industriais, prosseguindo os esforços para limitar o aumento da temperatura a 1,5°C acima dos níveis pré-industriais*¹³. **Mas como estes objetivos poderão ser atingidos?**

Para tal é necessária a transição para uma “economia verde”; o que acarretará avultados investimentos¹⁴ em projetos sustentáveis (v.g. energias renováveis, *green buildings*, eficiência de recursos, etc.). A comunidade internacional, no entanto, não é capaz de, por si só, concretizar esta transição, pois mesmo aqueles Estados absolutamente comprometidos com o combate às alterações climáticas estão limitados por orçamentos

⁸ GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, “Sustentabilidade, grupos de interesses e propósito empresarial: um novo paradigma para a empresa e o mercado de capitais”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários sobre os 20 Anos do CVM*, CMVM (Coord.), (2021), p. 740.

⁹ A primeira insolvência provocada pelas alterações climáticas já terá, alegadamente, ocorrido com o pedido de insolvência pelo grupo norte-americano *PG&E*, após os incêndios devastadores ocorridos, em 2019, na Califórnia [cfr. RUSSELL GOLD, *PG&E: The First Climate Change Bankruptcy, Probably Not the Last*, (2019)].

¹⁰ STEPHANE HALLEGATTE *et alii.*, *Shock waves: managing the impacts of climate change on poverty*, (2016), pp. 3 a 12 e STEPHEN KIM PARK, *Investors as regulators: green bonds and the governance challenges of the sustainable finance revolution*, (2018), p. 2.

¹¹ Para outras iniciativas cfr. CMVM, *Documento de reflexão e consulta sobre finanças sustentáveis*, (2019), pp. 8 a 12.

¹² Contudo, a primeira tentativa de codificação das obrigações ambientais dos Estados foi o *Protocolo de Quioto*, assinado em 1997. Este visa, explicitamente, limitar as emissões quantificadas de Gases com Efeito de Estufa dos países desenvolvidos.

¹³ Cfr. alínea a) do n.º 1 do Artigo 2.º do *Acordo de Paris*.

¹⁴ MARK CARNEY refere serem necessários 100 triliões de US\$ de investimento, em termos globais, para a transição para a neutralidade carbónica.

pouco ambiciosos e prioridades políticas concorrentes¹⁵. Assim, para o financiamento destes projetos será fundamental que se mobilizem (substanciais) fluxos de capital do setor privado^{16,17}. Nesta senda, *todas as empresas devem ser protagonistas nesta transição para um futuro mais sustentável, independentemente do setor de atividade em que se insiram*.

Vivemos um claro período de transição, no qual se têm desenvolvido as ferramentas e estratégias apropriadas a atingir os objetivos do *Acordo de Paris*; têm surgido, por exemplo, novos produtos financeiros que integram fatores *ESG*¹⁸ nas suas características, permitindo o financiamento (privado) de projetos sustentáveis. Em especial, podemos mencionar as *green bonds*; as *sustainability-linked bonds*; as *social bonds*; os *green loans*; os *sustainability-linked loans* e os *social loans*.

Fica, deste modo, claro que o sistema financeiro deve assumir um papel central no combate às alterações climáticas¹⁹.

Estes novos produtos financeiros sustentáveis são, atualmente, reconhecidos globalmente. Todavia, os esforços legislativos e regulatórios neste plano estão ainda na sua génese, não existindo nenhuma orientação universalmente reconhecida como padrão; criando o risco de serem adotadas aproximações distintas (e divergentes). No entanto, com o aumento da sua popularidade, foram publicados alguns instrumentos de *soft-law* estabelecendo um conjunto de diretrizes (voluntárias) que, baseando-se em exigências de transparência, lhes visam dar credibilidade, criando uma base orientadora: por um lado, no contexto do mercado de dívida, a *ICMA* lançou os *Green Bond Principles*; os *Social Bond Principles* e os *Sustainability-Linked Bond Principles* e, por outro lado, no contexto do mercado de crédito a *LMA*, a *LSTA* e a *APLMA*, conjuntamente, publicaram os *Green Loan Principles*; os *Sustainability-Linked Loan Principles* e os *Social Loans*

¹⁵ STEPHEN KIM PARK e GERLINDE BERGER-WALLISER, *A Firm-Based Approach to Global Governance and Sustainability*, (2015) e STEPHEN KIM PARK, *op. cit.*, p. 3.

¹⁶ BCSD Portugal, *Dever fiduciário e investimento responsável*, (2020), p. 5 e STEPHEN KIM PARK, *op. cit.*, p. 4.

¹⁷ Não podemos deixar de mencionar os avanços conseguidos com o *Glasgow Climate Pact* (2021). Este acentua o papel do setor privado e, sobretudo, do setor bancário na transformação. O sistema financeiro deve ser mobilizado ao serviço dos temas climáticas para se atingirem os objetivos do *Acordo de Paris*.

¹⁸ Por forma a garantir a sustentabilidade e a transição para uma economia “verde”, a U.E. tem considerado essencial a disponibilização de produtos financeiros sustentáveis.

¹⁹ Cfr. PAULO CÂMARA, *Sistema Financeiro e Alterações Climáticas*, (2021).

Principles^{20,21}. Adicionalmente, têm surgido medidas legislativas (nacionais, europeias²² e internacionais²³) que, imprimindo uma mudança estratégica no modo de encarar a realidade, poderão clarificar o regime aplicável a estes novos produtos financeiros. Refira-se designadamente o *Pacto Ecológico Europeu* (2019) que, com o objetivo de transformar a economia europeia, anunciou uma série de iniciativas legislativas, como é o caso do *Regulamento de Taxonomia*²⁴, que, apesar da sua natureza técnica, esclarece quais atividades podem ser, justificadamente, consideradas sustentáveis (essencialmente²⁵) de um ponto de vista ambiental.

Não podemos deixar de notar que, sem prejuízo de o *pilar ambiental* do movimento *ESG* ter assumido um maior protagonismo nos últimos anos, isso não anula a importância do *pilar social* (muitas vezes esquecido), que continua a ser fundamental para o equilíbrio da sociedade em geral. A crise sanitária vivida durante a pandemia da COVID-19 parece ter (re)despertado a consciência na importância dos temas sociais, em especial a *saúde pública*; revelando-se essencial o financiamento de projetos sustentáveis que tragam algum impacto social positivo. Precisamente, *é fundamental que se tenha uma abordagem holística do movimento ESG*; não sendo, de igual modo, possível manter num plano secundário a discussão do seu terceiro pilar: a *governance*. Apenas assim o movimento *ESG* efetivamente se enraizará no propósito, nas opções e no modo de gestão das empresas²⁶.

Os produtos financeiros sustentáveis partilham, em geral, de algumas *vantagens*: (a) poderão gerar um impacto positivo no ambiente, dando um passo relevante na mitigação das alterações climáticas, (b) o investimento nestes produtos poderá ser um

²⁰ A LMA, a LSTA e a APLMA lançaram o *Guidance on Green Loan Principles*, o *Guidance on Sustainability-Linked Loan Principles* e o *Guidance on Social Loan Principles*, que visam dar resposta a algumas das questões mais frequentemente colocadas. Para além destes, são de mencionar as *Sustainability Bond Guidelines*, publicadas pela ICMA.

²¹ Para além destes instrumentos que visam, essencialmente, estandardizar os produtos financeiros sustentáveis, são de referir os *Equator Principles* (2003), que estabelecem um quadro de gestão de risco na tomada de decisões responsáveis a partir da identificação e avaliação dos riscos ambientais e sociais dos projetos.

²² Na Europa, França, Reino Unido, Suécia, Dinamarca, Países Baixos e Luxemburgo são pioneiros nestas iniciativas.

²³ Fora da Europa, o Japão e a China, invertendo uma tendência do passado, avançam com propostas concretas para a construção de uma economia sustentável.

²⁴ *Regulamento (UE) 2019/2088 do Parlamento Europeu e do Conselho de 27 de novembro de 2019.*

²⁵ Sucede, porém, que esta classificação versa sobre temas ambientais, não existindo uma taxonomia sobre temas sociais.

²⁶ Cfr. JORNAL ECONÓMICO, *ESG: que transformação estrutural traz às empresas?*, (2022).

sinal (credível) do compromisso de uma empresa para com a sustentabilidade²⁷ e (c) esta é uma oportunidade (única) para atrair um grupo mais amplo de emitentes, intermediários financeiros e investidores²⁸ (mencionaremos estas e outras vantagens, com mais algum desenvolvimento, a propósito da caracterização das modalidades de financiamento sustentável).

No entanto, a proliferação destes produtos financeiros é fonte de (novos) *riscos* e *desafios*, recaindo sobre os reguladores a tarefa de os antecipar ou acompanhar. Em primeiro lugar, a inexistência de legislação específica pode implicar algum ceticismo por parte dos investidores e, em segundo lugar, os produtos sustentáveis poderão ser, indevidamente, usados como forma de *greenwashing*.

Nos últimos anos, tem havido um crescimento exponencial destes produtos financeiros sustentáveis (sem sinais de abrandamento)²⁹ impulsionado, por um lado, por motivos financeiros, em especial a expectativa de um maior retorno financeiro a longo prazo³⁰ ou de um risco mais reduzido³¹ e, por outro lado, por motivos não-financeiros, designadamente a criação de algum impacto social/ambiental positivo³².

Está em causa uma mudança civilizacional e não apenas uma “moda passageira”. O movimento *ESG* é, claramente, o tema deste século.

²⁷ CAROLINE FLAMMER, *Corporate green bonds*, (2021), p. 500 e SEHOON KIM, *op. cit.*, p. 6.

²⁸ CMVM, *Documento de Reflexão e Consulta sobre Finanças Sustentáveis*, (2019), p. 5.

²⁹ GEORG KELL, *The Remarkable Rise of ESG*, (2018) e ALEXANDRE NORINHO DE OLIVEIRA, *Green Bonds: um instrumento financeiro com impacto ambiental*, (2021), p. 574.

³⁰ SAMUEL HARTZMARK e ABIGAIL SUSSMAN, *Do Investors Value Sustainability? A Natural Experiment Examining Ranking and Fund Flows*, (2018) e RUI ALBUQUERQUE *et. alii.*, *Resiliency of environmental and social stocks: An analysis of the exogenous covid-19 market crash*, (2020).

³¹ PHILIPP KRÜGER, *Corporate Goodness and Shareholder Wealth*, (2015).

³² JONATHAN POVILONIS, *op. cit.*, p. 1 e OLIVIER ZERBIB, *The effect of pro-environmental preferences on bond prices: evidence from green bonds*, (2019).

2. Modalidades

A preocupação com a transição para um futuro mais sustentável levou ao desenvolvimento de novos produtos financeiros. Entre estes, importa considerar: (i) *obrigações ESG* e (ii) *crédito (bancário) ESG*.

2.1. Obrigações ESG

Existem três modalidades de obrigações ESG (ou *impact bonds*): as **green bonds**; as **social bonds** e as **sustainability-linked bonds**. Estas podem ser agrupadas em duas categorias³³: (i) as *use-of-proceeds bonds*, que apenas permitem o financiamento de projetos sustentáveis e (ii) as *performance-linked bonds*, que permitem financiar outros projetos.

Sem prejuízo das suas particularidades, estas são, essencialmente, *obrigações*, sendo-lhes, por isso, aplicável o regime (geral) das obrigações, previsto no CVM e no CSC. Quer isto dizer que, em regra, as obrigações ESG conferem aos seus titulares o *direito ao reembolso do capital e direito aos juros acordados*³⁴.

2.1.1. Green Bonds

Em 2007, o *Banco Europeu de Investimento* emitiu, com sucesso, as primeiras *climate awareness bonds*³⁵, cujo capital angariado pela sua subscrição foi alocado ao financiamento de projetos nos setores das energias renováveis e eficiência energética. Mais tarde, em novembro de 2008, o *Banco Mundial*, incorporando os princípios deste novo produto, emitiu aquilo que, pela primeira vez, se designou por *green bond*³⁶.

³³ ALAN MENG, LEE CLEMENTS e LILY CHUNG, *Navigating Social and Sustainability Bonds – Driving the transition towards a sustainable and resilient future*, (2022), p. 5.

³⁴ As obrigações são valores mobiliários que representam nuclearmente um ou vários direitos de crédito tendo por objeto uma ou mais prestações em dinheiro e/ou espécie. Estas constam do elenco de valores mobiliários do artigo 1.º do CVM e o seu regime (geral) resulta dos artigos 348.º e ss. do CSC. [cfr. J. ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Instrumentos Financeiros*, (2020), p. 139].

³⁵ EUROPEAN INVESTMENT BANK, *Annual Report 2007, Volume I – Activity and Corporate Responsibility Report*, (2008); MALCOLM BAKER, *et alii*, *Financing the response to climate change: the pricing and ownership of U.S. green bonds*, (2018), p. 5 e DRAGON TANG e YUPU ZHANG, *Do shareholders benefit from green bonds?*, (2020), p. 5.

³⁶ WORLD BANK, *What are Green Bonds?*, (2015), p. 25; KIM SCHUMACHER, *Green Bonds: The Shape of Green Fixed Income Investing to Come*, (2020), p. 7; WORLD BANK, *Green Bond Impact Report 2018 – 10 Years of Green Bonds*, (2018), p. 5 e SEAN KIDNEY *et. alii.*; “Climate bonds – the investment case” in *Investment Opportunities for a Low-Carbon World*, (2012), p. 246.

Inicialmente, estas eram emitidas exclusivamente por instituições públicas³⁷. Contudo, em 2013, a *Vasakronan*, sociedade imobiliária sueca, emitiu *green bonds*, alterando a dinâmica do mercado, ao abrir as portas ao setor privado³⁸.

As *green bonds* já não ocupam um nicho do mercado, tendo se popularizado com particular expressão nos setores da energia, infraestruturas e transportes da U.E.³⁹. Esta evolução é conhecida como *green bond boom*⁴⁰.

Volvidos mais de quinze anos sobre a primeira emissão, um dos principais obstáculos ao desenvolvimento deste mercado não foi ultrapassado: este produto carece de uma definição universalmente aceite. Existem algumas definições comumente utilizadas pelos emitentes: (i) a ICMA define *green bonds* como *obrigações cujo capital angariado, ou montante equivalente, será canalizado exclusivamente ao (re-) financiamento, parcial ou total, de projetos “verdes” futuros e/ou já existentes*⁴¹; (ii) a *Climate Bonds Initiative* define *climate bonds* como *obrigações temáticas emitidas com o objetivo de angariar fundos para o financiamento de projetos ou programas relacionados com a mitigação ou adaptação às alterações climáticas*⁴² e (iii) o *Banco Mundial* define-as como *valor mobiliário representativo de direitos de crédito, emitido com o objetivo de angariar capital para, especificamente, apoiar projetos ambientais*⁴³.

Estas conceções, no entanto, assentam em dois pressupostos comuns: (a) está em causa, antes de mais, uma categoria de valor mobiliário (*obrigações*), que pode ser emitido por uma entidade pública ou privada e (b) o capital angariado pela sua subscrição deve ser canalizado ao financiamento de projetos “verdes”⁴⁴. A conceção do que seja um

³⁷ Caso da *International Finance Corporation* e do *European Bank for Reconstruction and Development* [cfr. ALEXANDRE NORINHO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, p. 573; NIKOLAI BADENHOOP, *Green Bonds: An Assessment of the Proposed EU Green Bond Standard and its Potential to Prevent Greenwashing*, (2022), p. 14 e SEAN KIDNEY *et. alii.*, *op. cit.*, pp. 246 e 247].

³⁸ STEPHEN KIM PARK, *op. cit.*, p. 16; MALCOLM BAKER, *et alii.*, *op. cit.*, p. 6 e ALEXANDRE NORINHO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, pp. 573 e 574.

³⁹ TONY BERRADA, *et alii.*, *The Economics of Sustainability-Linked Bonds*, (2022), p. 1; JOCHEN SCHMITTMANN e HAN TENG CHUA, *How Green are Green Debt Issuers?*, (2021), p. 14; KIM SCHUMACHER, *op. cit.*, p. 8; GUDRUM RUMPF, *A Decade of Green Bonds - the Origins, the Present and the Future*, (2019), pp. 2 a 9 e NIKOLAI BADENHOOP, *op. cit.*, pp. 14 e 16.

⁴⁰ MORGAN STANLEY, *Behind the green bond boom*, (2017); CAROLINE FLAMMER, *op. cit.*; p. 499 e STEPHEN KIM PARK, *op. cit.*, p. 15.

⁴¹ ICMA, *Green Bond Principles*, (2014), p. 3.

⁴² CLIMATE BOND INITIATIVE, *History*, (2019) e SEAN KIDNEY *et. alii.*, *op. cit.*, p. 245.

⁴³ WORLD BANK, *What are Green Bonds?*, (2015), p. 23.

⁴⁴ ALEXANDRE NORINHO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, p. 579; PWC LUXEMBOURG, *Green, Social, and Sustainability (linked) Bonds – the role of a verifier/certifier*, (2021), p. 4; MAFALDA DE MIRANDA BARBOSA, *op. cit.*, p. 839 e SEAN KIDNEY *et. alii.*, *op. cit.*, p. 242.

projeto “verde” é variável, por isso existem taxonomias que auxiliam a determinar que projetos podem ser considerados, ou não, “verdes”; como é o caso do *Regulamento de Taxonomia* europeu.

Na configuração atual, estando dependente da evolução do mercado⁴⁵, existem quatro subtipos de *green bonds*⁴⁶: (i) as *standard green use-of-proceeds bonds* que, tal como as obrigações tradicionais, conferem direito de reembolso aos obrigacionistas⁴⁷. (ii) As *green revenue bonds* que não conferem, por norma, direito de reembolso; ficando os investidores expostos às fontes de receita dadas em garantia⁴⁸. (iii) As *green project bonds* que são pagas exclusivamente através dos fluxos gerados pelo projeto financiado⁴⁹, ficando o investidor diretamente exposto ao risco do investimento⁵⁰. (iv) Por fim, as *green securitised bonds* que são emitidas através de operações de titularização de créditos, garantidas por um ou vários direitos de crédito de natureza pecuniária que incidam sobre um conjunto de projetos “verdes” com características semelhantes⁵¹.

Em Portugal ainda não existe uma regulação específica e sistemática deste produto, o que significa que os emitentes poderão seguir o regime geral das obrigações, desenvolver o enquadramento ao abrigo do qual as *green bonds* serão emitidas, ou emitilas ao abrigo de instrumentos de *soft-law* já existentes⁵².

Existem dois instrumentos internacionalmente reconhecidos que poderão ser úteis para este propósito: (i) o *Climate Bond Standard* (2011), da *Climate Bond Initiative* e (ii) os *Green Bond Principles* (2014), da *ICMA*. Parece-nos mais sensato que as *green bonds*

⁴⁵ MAFALDA DE MIRANDA BARBOSA, *op. cit.*, p. 838.

⁴⁶ Para uma análise dos diversos subtipos de *green bonds*, cfr. ICMA, *Green Bond Principles*, Anexo I, p. 8. Esta categorização é seguida pela doutrina, agências de *rating* e emitentes mais relevantes.

⁴⁷ ICMA, *Green Bond Principles*, Anexo I, (2014), p. 8; ALEXANDRE NORINHO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, pp. 582 e 583 e MAFALDA DE MIRANDA BARBOSA, *op. cit.*, p. 838.

⁴⁸ ICMA, *Green Bond Principles*, Anexo I, (2014), p. 8, ALEXANDRE NORINHO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, pp. 583 e 584 e MAFALDA DE MIRANDA BARBOSA, *op. cit.*, pp. 838 e 839.

⁴⁹ De forma a concretizar esta *limitação de responsabilidade*, a emissão deste subtipo é promovida por *special purpose vehicles* constituídos especificamente para o efeito. Cabe a esta entidade o desenvolvimento do projeto e a emissão das *green project bonds* que irão assegurar o seu financiamento.

⁵⁰ ICMA, *Green Bond Principles*, Anexo I, (2014), p. 8; ALEXANDRE NORINHO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, p. 585 e MAFALDA DE MIRANDA BARBOSA, *op. cit.*, p. 839.

⁵¹ ICMA, *Green Bond Principles*, Anexo I, (2014), p. 8; ALEXANDRE NORINHO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, pp. 586 e 587; MAFALDA DE MIRANDA BARBOSA, *op. cit.*, p. 839 e CLIFFORD CHANCE, *Greening the Financial System*, (2017), pp. 47 a 51.

⁵² PWC LUXEMBOURG, *op. cit.*, p. 16 e NIKOLAI BADENHOOP; *op. cit.*, p. 16.

sejam emitidas conformando-se com os *Green Bond Principles*⁵³ pois estes, para além de predominantemente aceites pelo mercado⁵⁴, baseiam-se nas melhores práticas existentes.

Os *Green Bond Principles* são diretrizes (voluntárias⁵⁵) que devem ser observadas numa emissão de *green bonds*, visando a harmonização das práticas seguidas pelos emitentes e a clarificação de conceitos básicos⁵⁶. São quatro os pilares em que assentam: a (i) *alocação de fundos*; o (ii) *processo de avaliação e seleção de projetos*; a (iii) *gestão de fundos* e os (iv) *relatórios*.

Em primeiro lugar, o conceito de *green bond* assenta na canalização do capital angariado com a sua subscrição a projetos com *claro* impacto ambiental positivo; como por exemplo o desenvolvimento de energias renováveis⁵⁷, sendo fundamental que o destino dos fundos seja adequadamente descrito e divulgado nos documentos da emissão⁵⁸.

Em segundo lugar, o emitente deve divulgar (i) os objetivos de sustentabilidade do seu projeto; (ii) os procedimentos e regras utilizados na qualificação de um projeto como “verde”; e (iii) as informações relativas ao processo utilizado para identificar e gerir riscos ambientais e sociais associados ao projeto em causa, permitindo algum escrutínio da parte dos investidores⁵⁹.

Em terceiro lugar, o capital angariado deve ser objeto de segregação em conta ou portfolio autónomo, ou de outra forma rastreado pelo emitente, permitindo a sua monitorização⁶⁰.

Por fim, de modo a assegurar que os obrigacionistas estão devidamente informados, recomenda-se a publicação regular de relatórios sobre, entre outros, os

⁵³ Estes são uma resposta do setor privado à falta de consenso na matéria (cfr. ALEXANDRE NORINHO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, p. 576).

⁵⁴ Há, contudo, quem advogue que as *green bonds* se deverão conformar com os padrões da *Climate Bond Initiative* (cfr. DRAGON TANG e YUPU ZHANG, *op. cit.*, p. 6).

⁵⁵ Os *Green Bond Principles* são um instrumento de *soft-law*, o que significa que podem ser emitidas *green bonds* desconformes com as suas orientações.

⁵⁶ ALEXANDRE NORINHO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, pp. 576, 579 e 580 e WORLD BANK, *What are Green Bonds?*, (2015), p. 30.

⁵⁷ A ICMA avança, com os *Green Bond Principles* (pp. 4 e 5), uma lista exemplificativa que elenca os projetos “verdes” mais comumente financiados por *green bonds*. Para mais exemplos de projetos “verdes” ver WORLD BANK, *The World Bank Green Bond Process Implementation Guidelines*, (2017), p. 1 e CLIMATE BONDS INITIATIVE, *Climate Bonds Taxonomy*, (2013).

⁵⁸ Existe um dever reforçado de divulgação de informação no contexto de uma emissão de *green bonds*.

⁵⁹ ICMA, *Green Bond Principles*, (2014), p. 5 e ALEXANDRE NORINHO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, pp. 577 e 578.

⁶⁰ ICMA, *Green Bond Principles*, (2014), p. 5 e ALEXANDRE NORINHO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, p. 578.

investimentos realizados (o que tem sido apontado pelos investidores como uma prioridade⁶¹)⁶².

Como complemento recomenda-se que os emitentes recorram a alguma forma de *certificação externa* que confirme o alinhamento das *green bonds* emitidas com estes princípios estruturantes⁶³.

Este novo produto financeiro sustentável é uma oportunidade para estimular o investimento privado na transição para a neutralidade carbónica que não deve ser descartada pelos investidores (não apenas *green investors*, mas também *profit-oriented investors*⁶⁴)⁶⁵.

- *Green Bonds Europeias*

Com as recentes iniciativas em matéria de sustentabilidade, a U.E. está na vanguarda das finanças sustentáveis.

O mercado europeu das *green bonds*, no entanto, não foi harmonizado, sendo governado por diretrizes contidas em instrumentos de *soft-law*⁶⁶. O *Pacto Ecológico Europeu* veio ressaltar a necessidade de redirecionar os fluxos financeiros e de capital para investimentos “verdes” e, como parte disso, o *European Green Deal investment plan* (2020) veio anunciar que a Comissão Europeia iria preparar uma *proposta de Regulamento* para as *green bonds europeias*⁶⁷. Esta proposta⁶⁸, baseada nas recomendações do *Technical Expert Group on Sustainable Finance* e assente nas melhores práticas do mercado (v.g. os *Green Bond Principles*), funda-se em quatro pilares⁶⁹: (i) o capital angariado pela subscrição das *green bonds europeias* deve ser, total e exclusivamente, alocado ao financiamento de projetos qualificados como “sustentáveis

⁶¹ CLIMATE BONDS INITIATIVE, *Green Bond European Investor Survey*, (2019).

⁶² ICMA, *Green Bond Principles*, (2014), p. 6.

⁶³ *Ibidem*, p. 7.

⁶⁴ As *green bonds* têm uma estrutura financeira idêntica às obrigações tradicionais, o que as torna igualmente apelativas a investidores que não tenham o *ESG* como prioridade: este é um produto que lhes é familiar; mas que ao mesmo tempo permite o compromisso com a transição para um futuro mais sustentável (cfr. GUDRUM RUMPF, *op. cit.*, p. 1).

⁶⁵ JORGE COUTINHO DE ABREU (coord.), *Código das Sociedades Comerciais em comentário vol. V*, (2021), p. 1037 e SEAN KIDNEY *et. alii.*; *op. cit.*, p. 245.

⁶⁶ NIKOLAI BADENHOOP; *op. cit.*, p. 10 e 20.

⁶⁷ EUROPEAN COMMISSION, *European Green Bond Standard*, (2020).

⁶⁸ Cfr. *Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho Relativo às Obrigações Verdes Europeias COM/2021/391 final*.

⁶⁹ Apenas cumprindo estes componentes os emitentes poderão designar *E.U. Green Bonds* as obrigações por si emitidas; cfr. artigo 3.º da *Proposta de Regulamento Relativo às Obrigações Verdes Europeias*.

do ponto de vista ambiental”, de acordo com o *Regulamento de Taxonomia*⁷⁰; (ii) cada emitente deve preparar o seu *green bond framework*, alinhado com o *European Green Bond Standard*⁷¹; (iii) exige-se transparência no modo como os fundos angariados são canalizados, devendo ser descritos os projetos financiados e mecanismos de reporte aplicáveis⁷² (iv) Por fim, as *green bonds europeias* deverão ser verificadas externamente⁷³, assegurando-se o cumprimento do Regulamento e o alinhamento dos projetos financiados com o *Regulamento de Taxonomia*⁷⁴.

A nosso ver, não se justificará, neste contexto, uma regulação intrusiva por parte do legislador europeu ou nacional; mas alguma que clarifique conceitos e deveres básicos poderá ser necessária. No entanto, saindo do plano das *green bonds* e focando nos outros produtos financeiros sustentáveis (os quais serão melhor analisados de seguida), parece-nos que antes de qualquer regulação mais detalhada, pela sua novidade no mercado, é necessário permitir que estes se desenvolvam e consolidem, e em especial é fundamental que se clarifique o conceito de *sustentabilidade social*, nas suas diversas manifestações⁷⁵.

2.1.2. *Social Bonds*

As bases das *green bonds* têm sido aplicadas a outros setores⁷⁶, abrindo caminho ao aparecimento de novos produtos financeiros sustentáveis, como foi o caso das *social bonds*.

A utilização de obrigações para angariar fundos para o financiamento de projetos sociais não é um fenómeno recente: desde o seu estabelecimento, em 2006, a *International Finance Facility for Immunisation* emitiu inúmeras *vaccine bonds* que permitiram o financiamento de programas de saúde e imunização em países mais desfavorecidos⁷⁷. No entanto, considera-se que foi o *Instituto de Crédito Oficial*, banco

⁷⁰ Cfr. artigos 4.º a 7.º da Proposta de Regulamento Relativo às Obrigações Verdes Europeias

⁷¹ ALEXANDRE NORINHO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, p. 600.

⁷² Cfr. artigos 8.º a 13.º da Proposta de Regulamento Relativo às Obrigações Verdes Europeias.

⁷³ Os verificadores externos que prestem serviços a emitentes de *green bonds europeias* devem estar registos junto da *Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados* (“ESMA”), sendo por esta supervisionados; cfr. artigos 14.º e 36.º a 69.º da Proposta de Regulamento Relativo às Obrigações Verdes Europeias.

⁷⁴ Cfr. artigos 14.º a 35.º da Proposta de Regulamento Relativo às Obrigações Verdes Europeias.

⁷⁵ Na ausência de uma *taxonomia social*, terá utilidade seguir, por exemplo, a *Agenda 2030 para o Desenvolvimento Sustentável* (2015) da ONU.

⁷⁶ Recentemente surgiram as *blue bonds*, que angariam capital para, por exemplo, proteção dos recifes de coral e utilização sustentável dos recursos marítimos. Estas são *green bonds* com uma finalidade específica.

⁷⁷ ALAN MENG, LEE CLEMENTS e LILY CHUNG, *op. cit.*, p. 6.

público espanhol, a promover, em 2015, a primeira emissão de *social bonds*; com o propósito de auxiliar o financiamento de PMEs em regiões economicamente deprimidas de Espanha⁷⁸.

Estas são obrigações em que os fundos angariados com a sua subscrição serão exclusivamente canalizados ao (re-)financiamento, parcial ou total, de projetos sociais, novos ou já existentes⁷⁹. Os projetos sociais devem contribuir para a mitigação e/ou resolução de um problema social, em especial aqueles que prejudiquem e ameacem o bem-estar da sociedade ou de uma população-alvo (caso daqueles que vivem abaixo do limiar da pobreza; dos migrantes e das pessoas com deficiência⁸⁰); ou produzir impactos sociais positivos (v.g. acesso a infraestruturas básicas e serviços essenciais; desenvolvimento de habitações acessíveis⁸¹)⁸².

À semelhança das *green bonds*, existem diferentes subtipos de *social bonds*⁸³. As características fundamentais de cada subtipo são aquelas que referimos a propósito das *green bonds*, por isso para aí remetemos com as devidas adaptações.

As *social bonds* não são enquadradas por um regime especial. No entanto, é fundamental que existam diretrizes básicas, mesmo que voluntárias, que garantam a integridade deste produto financeiro num mercado em que aumentam as exigências de transparência⁸⁴. Tendo isso em vista, a ICMA publicou os *Social Bond Principles* (2017), que esclarecem como estruturar uma emissão de *social bonds*⁸⁵. Estes foram delineados à imagem dos *Green Bond Principles*, mas com uma diferença: o capital angariado com a subscrição das *social bonds* deve financiar projetos com *efetivos* benefícios sociais⁸⁶.

⁷⁸ Não existiam, à altura, diretrizes que orientassem a emissão de *social bonds*, no entanto, esta emissão refletiu os elementos considerados, posteriormente, como melhores práticas pelos *Social Bond Principles*.

⁷⁹ ICMA, *Social Bond Principles*, (2017), p. 3 e FINANCIAL SERVICES AGENCY OF JAPAN, *Social Bond Guidelines*, (2021), pp. 8 e 14.

⁸⁰ A definição de “população-alvo” é variável. Para mais exemplos de populações-alvo consultar FINANCIAL SERVICES AGENCY OF JAPAN, *op. cit.*, pp. 34 a 58 e ICMA, *Social Bond Principles*, (2017), p. 4.

⁸¹ Antes da crise pandémica, as *social bonds* eram maioritariamente utilizadas para o financiamento de projetos relacionados com habitação acessível e criação de emprego. A ICMA atualizou os *Social Bond Principles* em junho de 2020 reconhecendo os problemas associados à COVID-19 e delineando diretrizes para projetos sociais nas áreas da saúde e investigação médica.

⁸² Em certos casos, um projeto social pode ter, igualmente, impactos ambientais positivos, assim, a classificação do produto dependerá do objetivo principal do projeto financiado, cfr. ICMA, *Social Bond Principles*, (2017), p. 3.

⁸³ ICMA, *Social Bond Principles*, Anexo I, (2017), p. 7 e PWC LUXEMBOURG, *op. cit.*, p. 6.

⁸⁴ ALAN MENG, LEE CLEMENTS e LILY CHUNG, *op. cit.*, p. 3.

⁸⁵ PWC LUXEMBOURG, *op. cit.*, p. 17 e ICMA, *Social Bond Principles*, (2017), p. 3.

⁸⁶ ULRIK ROSS, *Social Bonds*, (2016), p. 4; PWC LUXEMBOURG, *op. cit.*, p. 17, FINANCIAL SERVICES AGENCY OF JAPAN, *op. cit.*, p. 14 e ICMA, *Social Bond Principles*, (2017), pp. 3 e 4.

Os graves impactos económicos da crise pandémica deixaram clara a necessidade de direcionar fluxos de capital para o financiamento de projetos sociais⁸⁷. Muitos investidores, procurando novas opções de investimento responsável, voltaram-se para as *social bonds*.

2.1.3. *Sustainability-Linked Bonds*

Nos últimos anos registou-se um crescimento na emissão de *green bonds*. Todavia, as suas características podem ser consideravelmente limitativas: nem todas as empresas têm a capacidade para financiar projetos “verdes”⁸⁸. As *sustainability-linked bonds* (por vezes designadas *KPI bonds*) surgem como uma alternativa⁸⁹.

A sociedade italiana *Enel*, ligada ao setor da energia, emitiu, em 2019, a primeira *sustainability-linked bond*. A esta emissão muitas outras se seguiram, como por exemplo pela empresa brasileira de produção de papel *Suzano* e pela *Novartis*, empresa farmacêutica suíça.

As *sustainability-linked bonds* são obrigações cujas características financeiras e/ou estruturais (tipicamente a taxa de juro) podem variar caso o emitente atinja (ou não) certos objetivos de sustentabilidade pré-definidos⁹⁰.

Contrariamente ao que sucede no plano das *green* e *social bonds*, há uma maior flexibilidade na utilização do capital angariado, que não terá que ser canalizado ao financiamento de projetos sustentáveis⁹¹. Contudo, o emitente deve comprometer-se, expressamente (através da documentação do produto), a atingir, num determinado prazo, um objetivo de sustentabilidade^{92.93}. Se o emitente não atinge o objetivo acordado, deverá

⁸⁷ ALAN MENG, LEE CLEMENTS e LILY CHUNG, *op. cit.*, pp. 3; 8 e 9.

⁸⁸ ANNEMIEKE COLDEWEIJER e JOD HSU, *Sustainability-linked bonds: a viable alternative for green bonds?*, (2021) e JONATHAN POVILONIS, *op. cit.*, pp. 24 e 25.

⁸⁹ JONATHAN POVILONIS, *op. cit.*, pp. 24 e 25; TONY BERRADA, *et alii*, *op. cit.*, p. 1 e JOCHEN SCHMITTMANN e HAN TENG CHUA, *op. cit.*, p. 14.

⁹⁰ ICMA, *Sustainability-Linked Bond Principles*, (2020), p. 2.

⁹¹ ANNEMIEKE COLDEWEIJER e JOD HSU, *op. cit.*; JUAN GIRÁLDEZ e STEPHANIE FONTANA, *op. cit.*, p. 3; TONY BERRADA, *et alii*, *op. cit.*, p. 1; NIKOLAI BADENHOOP, *op. cit.*, p. 32 e JULIAN KÖLBEL e ADRIEN-PAUL LAMBILLON, *Who Pays for Sustainability? An Analysis of Sustainability-Linked Bonds*, (2022), p. 1.

⁹² JONATHAN POVILONIS, *op. cit.*, pp. 25 e 26; PWC LUXEMBOURG, *op. cit.*, p. 8; JUAN GIRÁLDEZ e STEPHANIE FONTANA, *op. cit.*, p. 3 e JULIAN KÖLBEL e ADRIEN-PAUL LAMBILLON, *op. cit.*, pp. 1 e 8.

⁹³ Tipicamente, o emitente disponibilizará relatórios aos investidores (pelo menos anualmente) permitindo que estes acompanhem o seu desempenho. De igual modo, poderá ter um auditor ou consultor ambiental que promova avaliações independentes, fornecendo pareceres que apoiem os seus relatórios.

pagar um prémio aos investidores e, por sua vez, se este for atingido, os investidores não receberão qualquer prémio (ou suportarão uma redução da taxa de juro)⁹⁴. Os objetivos de sustentabilidade mais comumente acordados são ambientais, como por exemplo a redução das emissões de CO₂ por parte do emitente⁹⁵.

A estrutura deste produto é criticável. A circunstância de o emitente apenas pagar um prémio quando falha os objetivos acordados, faz com que os investidores tenham um incentivo financeiro a que aquele os falhe; por isso, este novo produto não incentivar, necessariamente, a transição para um futuro mais sustentável.

Cerca de dez meses após a primeira emissão⁹⁶, a ICMA publicou os *Sustainability-Linked Bond Principles* (2020) que, rapidamente, foram adotados pela maioria dos emitentes⁹⁷.

Segundo este instrumento, a emissão de *sustainability-linked bonds* deve assentar em cinco pilares⁹⁸.

Em primeiro lugar, o desempenho de sustentabilidade do emitente é medido através de *KPIs* (externos ou internos)⁹⁹ que devem ser: (a) relevantes, essenciais e materiais para a sua atividade; (b) mensuráveis ou quantificáveis com base numa metodologia consistente; (c) verificáveis externamente por entidade independente e (d) suscetíveis de ser comparados¹⁰⁰.

Em segundo lugar, o processo de calibragem de um ou mais *SPT*¹⁰¹ por *KPI* é fundamental, pois representará o nível de ambição que o emitente está disposto a assumir. Os *SPTs* devem ser *ambiciosos* e *essenciais* para a sua atividade¹⁰². Em suma, os objetivos

⁹⁴ JONATHAN POVILONIS, *op. cit.*, p. 26; TONY BERRADA *et alii*, *op. cit.*, pp. 1 e 2; NIKOLAI BADENHOOP, *op. cit.*, p. 32 e JULIAN KÖLBEL e ADRIEN-PAUL LAMBILLON, *op. cit.*, p. 2.

⁹⁵ JONATHAN POVILONIS, *op. cit.*, p. 25 e TONY BERRADA, *et alii*, *op. cit.* p. 7.

⁹⁶ A publicação dos *Sustainability-Linked Bond Principles* foi expedita, quando comparada com a dos *Green Bond Principles* (publicados sete anos após a primeira emissão). Esta resposta mais imediata é um sinal de amadurecimento do mercado e o reconhecimento da necessidade de orientações comuns [cfr. STELLA MARIA MYLLÄRI e DAVID RAY, *Sustainability-linked bonds: A status check*, (2022)].

⁹⁷ STELLA MARIA MYLLÄRI e DAVID RAY, *op. cit.*; JONATHAN POVILONIS, *op. cit.*, p. 26 e ICMA, *Sustainability-Linked Bond Principles*, (2020), p. 2.

⁹⁸ ICMA, *Sustainability-Linked Bond Principles*, (2020), p. 2.

⁹⁹ Os *KPIs* demonstram o quão eficientemente uma empresa atinge os seus objetivos [cfr. ICMA, *Sustainability-Linked Bond Principles*, Anexo I, (2020), p. 6 e APLMA, LMA e LSTA, *Sustainable Lending Glossary of Terms*, (2021), p. 6].

¹⁰⁰ ICMA, *Sustainability-Linked Bond Principles*, (2020), p. 3.

¹⁰¹ Os *SPTs* são melhorias dos *KPIs* que os emitentes se comprometem a atingir num dado período de tempo [cfr. ICMA, *Sustainability-Linked Bond Principles*, Anexo I, (2020), p. 6].

¹⁰² Os emitentes devem selecionar o setor em que uma melhoria das suas práticas sustentáveis tenha maior impacto; cfr. JONATHAN POVILONIS, *op. cit.*, p. 26.

de sustentabilidade que o emitente se compromete a prosseguir devem cumprir dois critérios¹⁰³: ser mensuráveis através de um *KPI* e avaliados com base num *SPT* pré-definido.

Em terceiro lugar, as características financeiras e/ou estruturais da *sustainability-linked bond* (normalmente, mas não necessariamente, a taxa de juro) podem variar consideravelmente caso os objetivos acordados sejam, ou não, atingidos.

Em quarto lugar, os emitentes devem publicar (regularmente), entre outros, informações atualizadas sobre o desempenho dos *KPIs*.

Por fim, deve ser promovida uma verificação independente e externa do seu desempenho sustentável.

As *sustainability-linked bonds* não devem ser confundidas com as *sustainability bonds*. Estas são *use-of-proceeds bonds* com objetivos híbridos, visando o financiamento de uma combinação de projetos ambientais e sociais (v.g. desenvolvimento de edifícios energeticamente eficientes para populações desfavorecidas), estando alinhadas com os quatro pilares dos *Green Bonds Principles* e dos *Social Bond Principles*¹⁰⁴. Em 2017, foram publicadas, pela *ICMA*, as *Sustainability Bond Guidelines*.

2.2. Crédito (bancário) *ESG*

Devido às crescentes preocupações com a sustentabilidade, os bancos¹⁰⁵ têm sido pressionados a tomar decisões mais responsáveis, pois são especialmente vulneráveis aos (novos) riscos climáticos e sociais^{106, 107}.

No entanto, estes novos riscos *ESG* não devem ser vistos como meros obstáculos, mas também enquanto *oportunidades* para a implementação de práticas sustentáveis pelas

¹⁰³ TONY BERRADA, *et alii*, *op. cit.*, p. 7.

¹⁰⁴ Os quatro subtipos de *green* e *social bonds* são, também, transponíveis para o contexto das *sustainability bonds* [cfr. *ICMA, Sustainability Bond Guidelines*, (2017), p. 3].

¹⁰⁵ MAFALDA DE SÁ, “ESG and Banks: Towards Sustainable Banking in the European Union”, in *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*, Paulo Câmara e Filipe Morais (coord.), (2022), p. 375.

¹⁰⁶ Os bancos devem redesenhar a gestão de riscos, nomeadamente concedendo crédito a entidades com preocupações de sustentabilidade. Se tal não for feito, estes ficarão expostos a riscos reputacionais.

¹⁰⁷ LOUISE MCCOACH, *An introduction to green loans*, (2021); ALISTAIR RATTRAY e AMY MCVEY, *Sustainability-Linked Lending and the future*, (2022); OLIVER IRWIN e FERNANDO J. RODRIGUEZ MARIN, *Green Loans and Sustainability Linked Loans: New Guidance to the Green Loan Principles and Sustainability Linked Loan Principles jointly issued by the LMA, the LSTA and the APLMA*, (2020); PHILIPP KRUEGER *et alii*, *The Importance of Climate Risks for Institutional Investors*, (2019) e ARCHIE CAMPBELL, GEORGE VAUGHTON e CHARLOTTE DRAKE, *Sustainability-linked loans and green loans in the real estate finance market*, (2020).

instituições bancárias; práticas estas que não se limitam apenas a uma lógica da responsabilidade social do banco, mas que permitam que estes atinjam novos mercados, atraiam novos clientes e, ainda, consigam ganhos reputacionais consideráveis¹⁰⁸.

Com isto em mente, cada vez mais instituições bancárias têm se comprometido com o movimento *ESG*, concedendo crédito a quem também tenha assumido um compromisso com a sustentabilidade¹⁰⁹.

Neste contexto assumem um papel central a *informação* e a *transparência*, pelo que o *artigo 8.º do Regulamento de Taxonomia* exige que certas empresas da U.E., inclusivamente os bancos, divulguem (na forma de *KPIs*) em que medida as suas operações são ambientalmente sustentáveis. Para os bancos, o *Green Asset Ratio* é considerado o *KPI* mais relevante¹¹⁰, consubstanciando-se num rácio que demonstra até que ponto as atividades de financiamento da sua carteira estão alinhadas com o *Regulamento de Taxonomia*¹¹¹.

Com o reconhecimento da criticidade do movimento *ESG* para o setor bancário, e na tentativa de desenvolver produtos que atinjam as exigências de construção de um sistema financeira ambiental e socialmente mais responsável, têm surgido novos produtos financeiros sustentáveis: os *green loans*; os *sustainability-linked loans* e os *social loans*. Estes podem ser agrupados em duas categorias¹¹²: (i) os *general purpose loans* cujos termos estão contratualmente ligados ao desempenho sustentável do mutuário e (ii) os *use-of-proceeds loans* cujo capital angariado deve ser alocado ao financiamento de projetos sustentáveis. Estes produtos são, no fundo, modalidades de financiamento através de créditos bancários regulares, mas com um escopo específico¹¹³.

Precisamente, é inegável que os bancos são parte da solução de transição para um futuro mais sustentável, pois permitem a canalização de fundos a determinadas atividades

¹⁰⁸ MAFALDA DE SÁ, *op. cit.*, p. 380.

¹⁰⁹ LOUISE MCCOACH, *op. cit.* e GEORGE VAUGHTON e CHARLOTTE DRAKE, *op. cit.*

¹¹⁰ Cfr. EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Opinion of the European Banking Authority on the disclosure requirement on environmentally sustainable activities in accordance with Article 8 of the Taxonomy Regulation*, (2021), pp. 4 e 5.

¹¹¹ JOHANNES HOFINGER, *The imminent arrival of the Green Asset Ratio*, (2022) e MAUREEN SCHULLER, *Green asset ratios: What's in store for banks?*, (2021).

¹¹² SEHOON KIM *et. alii.*, *ESG Lending*, p. 1.

¹¹³ Para além destes produtos, que iremos analisar, são ainda de mencionar outros “serviços sustentáveis” que podem ser oferecidos pelas instituições bancárias: (i) por um lado, os *green deposits* em que os fundos são alocados a um determinado conjunto de ativos que preenchem certos critérios ambientais; e (ii) por outro lado, os *green credit cards* que, tipicamente, promovem a realização de doações a organizações sem fins lucrativos com base numa dada percentagem de compras [cfr. MAFALDA DE SÁ, *op. cit.*, pp. 380 e 381].

e setores com um impacto positivo para a sustentabilidade e, mais ainda, na sua posição privilegiada enquanto credores, influenciam a mudança das empresas por eles financiadas.

2.2.1. *Green Loans*

O primeiro *green loan* foi concedido, em 2014, à *Sainsbury's*, cadeia de supermercados inglesa, para o financiamento de projetos visando, entre outros, a redução nas emissões de CO₂.

Os *green loans* são *instrumentos de crédito com o objetivo de, exclusivamente, (re-)financiar, total ou parcialmente, projetos “verdes” (novos ou já existentes)*¹¹⁴, ou seja, projetos com *claros impactos ambientais positivos*¹¹⁵.¹¹⁶, incluindo energias renováveis; eficiência energética e conservação da biodiversidade.

Este produto esteve sob a égide dos *Green Bond Principles* até à publicação pela *LMA*; *APLMA* e *LSTA*, dos *Green Loan Principles* (2018) que, focando no pilar ambiental do movimento *ESG* e baseando-se nos *Green Bond Principles*, estabelecem diretrizes (não vinculativas) que orientam tanto credores como mutuários no processo de concessão de um *green loan*, procurando preservar a integridade deste produto. Em 2020, as mesmas entidades publicaram o *Guidance on Green Loan Principles* que clarifica e harmoniza a aplicação dos *Green Loan Principles*; dando resposta a questões frequentemente colocadas.

Para que um produto se possa qualificar como *green loan*, nos termos dos *Green Loan Principles*, deve conformar-se com quatro pilares fundamentais.

Em primeiro lugar, o capital angariado deve ser alocado ao financiamento de projetos “verdes”; devendo ser descrito nos documentos financeiros como esta alocação terá lugar¹¹⁷. Os *green loans* podem ser divididos em duas categorias¹¹⁸: (i) aqueles em

¹¹⁴ APLMA, LMA e LSTA, *Green Loan Principles*, (2018), p. 2 e APLMA, LMA e LSTA, *Sustainable Lending Glossary of Terms*, (2021), p. 4.

¹¹⁵ Contrariamente ao que ocorre no plano dos *sustainability-linked loans*, não existe um mecanismo de ajustamento da taxa de juro a nível dos *green loans*.

¹¹⁶ O conceito de projeto “verde” é variável em função do setor em causa, no entanto, exemplos de categorias destes estão listados, exemplificativamente, no *Anexo I* dos *Green Loan Principles* (p. 4). Este catálogo, apesar de evidenciar os projetos mais comuns, é muito generalista.

¹¹⁷ APLMA, LMA e LSTA, *Green Loan Principles*, (2018), pp. 2 e 3; CHRISTOPHER LISTER, *An overview of Green and Sustainable Lending*, (2021); ELISABET FURIÓ, *Green loans and Green Loans Principles*, (2018); MARTIN WILMSEN, “*Green Loans*” or “*Sustainability Linked Loans*” – *an overview*, (2021) e IAIN RODLEY, *Green loans and sustainability-linked loans: what is the difference?*, (2020).

¹¹⁸ ANDREW STANFIELD, *The rise of green loans and sustainability linked lending*, (2018), p. 7.

que o mutuário identifica o projeto “verde” a ser financiado no início da sua vigência (o contrato deixará claro que os fundos angariados apenas poderão ser alocados ao financiamento desse projeto) e (ii) aqueles em que o projeto a financiar não é identificado no início da sua vigência (as partes devem acordar critérios que determinem se um projeto é suscetível de ser financiado pelo *green loan*).

Em segundo lugar, o mutuário deve comunicar ao credor (a) os seus objetivos de sustentabilidade; (b) o processo utilizado para seleção dos projetos que serão financiados; (c) detalhes sobre critérios de elegibilidade (d) e, se relevantes, critérios de exclusão e processos utilizados para identificar e gerir riscos ambientais colocados pelos projetos¹¹⁹.

Em terceiro lugar, por razões de transparência, os fundos angariados deverão ser creditados em conta separada ou adequadamente identificados pelo mutuário; permitindo verificar-se se o capital angariado é realmente canalizado ao financiamento de projetos “verdes”¹²⁰.

Por fim, o mutuário deve disponibilizar informações atualizadas sobre o uso dos fundos angariados¹²¹.

Não existem restrições quanto a quem pode contrair um *green loan*, desde que cumpridos os requisitos supramencionados¹²². No entanto, até ao momento, quase que exclusivamente empresas recorreram a esta nova figura.

2.2.2. Sustainability-Linked Loans

Os *sustainability-linked loans*, anteriormente designados *positive–incentive loans*, têm a sua origem nos ordenamentos europeus continentais (sistemas de *civil law*), em que é mais comum a realização de investimentos em responsabilidade social empresarial¹²³.

¹¹⁹ APLMA, LMA e LSTA, *Green Loan Principles*, (2018), p. 2; MARTIN WILMSEN, *op. cit.*; LOUISE MCCOACH, *op. cit.*; ELISABET FURIÓ, *op. cit.*; OLIVER IRWIN e FERNANDO J. RODRIGUEZ MARIN, *op. cit.*, e CHRISTOPHER LISTER, *op. cit.*

¹²⁰ APLMA, LMA e LSTA, *Green Loan Principles*, (2018), p. 3; MARTIN WILMSEN, *op. cit.*; SEHOON KIM *et. alii*, *ESG Lending*, (2022), p. 10; IAIN RODLEY, *op. cit.*; LOUISE MCCOACH, *op. cit.*; ELISABET FURIÓ, *op. cit.* e CHRISTOPHER LISTER, *op. cit.*

¹²¹ APLMA, LMA e LSTA, *Green Loan Principles*, (2018), p. 3; MARTIN WILMSEN, *op. cit.*; SEHOON KIM *et. alii*, *ESG Lending*, (2022), p. 10; IAIN RODLEY, *op. cit.*; LOUISE MCCOACH, *op. cit.*; ELISABET FURIÓ, *op. cit.* e CHRISTOPHER LISTER, *op. cit.*

¹²² APLMA, LMA e LSTA, *Guidance on Green Loan Principles*, (2020), p. 2.

¹²³ SEHOON KIM *et alii*, *Sustainability-linked loans: A strong ESG commitment or a vehicle for greenwashing?*, (2022) e SEHOON KIM *et. alii*, *ESG Lending*, (2022), p. 2.

Este produto resulta de desenvolvimentos recentes, tendo o primeiro *sustainability-linked loan* sido contraído em 2017, pela sociedade neerlandesa *Koninklijke Philips N.V.*

Os *sustainability-linked loans* (também designados, informalmente, por *ESG-linked loans* ou *KPI loans*¹²⁴) devem ser distinguidos dos *green loans*. Sem prejuízo dos seus objetivos semelhantes, os *sustainability-linked loans* incentivam o mutuário a prosseguir a sua atividade, de modo a atingir ambiciosos (mas alcançáveis) objetivos de sustentabilidade¹²⁵. A alocação dos fundos obtidos não é determinante a qualificação deste produto; podendo o capital angariado ser alocado ao financiamento de objetivos gerais da empresa e não a projetos “verdes” e/ou sociais¹²⁶.

Este produto promove a transição sustentável incentivando o mutuário a adotar um modelo de negócio mais sustentável e a aprimorar o seu desempenho sustentável¹²⁷; incentivo este que, normalmente, se materializará pela ligação da taxa de juro a ser suportada ao (não) cumprimento, pelo mutuário, de objetivos de sustentabilidade¹²⁸, *i.e.*, se o mutuário atinge os objetivos acordados, terá um benefício económico: uma redução da taxa de juro¹²⁹; e se não atinge estes objetivos, em regra, sujeita-se a um aumento da taxa de juro^{130.131}.

Na prática, podem ser incluídas cláusulas que exijam que os montantes resultantes destes ajustes sejam aplicados de determinado modo *v.g.*, pode exigir-se ao mutuário que

¹²⁴ O *Guidance on Sustainability-Linked Loan Principles* (2020) da APLMA, LMA e LSTA, recomenda que os participantes no mercado se refiram a este produto como *sustainability-linked loan*, de modo a criar uma linguagem comum e a uniformizar o mercado.

¹²⁵ APLMA, LMA e LSTA, *Sustainability-Linked Loan Principles*, (2019), p. 2; APLMA, LMA e LSTA, *Sustainable Lending Glossary of Terms*, (2021), p. 8.

¹²⁶ APLMA, LMA e LSTA, *Sustainability-Linked Loan Principles*, (2019), p. 2.

¹²⁷ Os objetivos de sustentabilidade podem ser dos mais variados, abrangendo uma série de atividades desde a igualdade de género até ao investimento em agricultura sustentável.

¹²⁸ APLMA, LMA e LSTA, *Sustainability-Linked Loan Principles*, (2019), p. 2.

¹²⁹ Em alguns casos, em que a estrutura do produto é mais sofisticada, até uma evolução positiva da avaliação ESG pode determinar o aumento da taxa de juro; se aquela não for considerada suficiente.

¹³⁰ Os primeiros *sustainability-linked loans* estruturavam-se de modo a que se o mutuário atingisse os objetivos pré-determinados, haveria uma redução da taxa de juro a ser paga. Não havia consequências do incumprimento destes objetivos no curso do crédito, mantendo-se a taxa de juro inalterada (cfr. ANDREW STANFIELD, *op. cit.*, p. 13).

¹³¹ KENNETH CHIN e JEFFERSON LAI, *United States: An Introduction to Sustainability Linked Loans*, (2021); SEHOON KIM *et. alii*, *ESG Lending*, (2022), p. 7; LAURA RAJAPAKSE, *Towards a greener lending future: The emergence of sustainability-linked loans*, (2020); ANNE SEYMOR, THOMAS DRAPER e MALCOLM HENDERSON, *What Is a Sustainability-Linked Loan, and Should My Company Get One?*, (2021); CHRISTOPHER LISTER, *op. cit.*, e RICHARD CARRIZOSA, ALOKE GHOSH, *Sustainability-Linked Loan Contracting*, (2022), p. 2.

deposite os montantes representativos do aumento da taxa de juro numa “conta *ESG*” que só pode ser acedida para satisfazer propósitos *ESG* (evitando que os credores beneficiem do incumprimento dos objetivos de sustentabilidade)¹³². Pode ser exigido, também, que o mutuário doe quantia equivalente à representativa da redução da taxa de juro a Instituição de Solidariedade Social (ou semelhante)¹³³.

Em 2019, foram publicados conjuntamente pela *LMA*; *APLMA* e *LSTA*, os *Sustainability-Linked Loan Principles* que contêm diretrizes que delineiam o quadro fundamental a ser observado por credores e mutuários na concessão de um *sustainability-linked loan*¹³⁴. O mutuário deve adotar uma estratégia de sustentabilidade e comunicar ao credor os seus objetivos de sustentabilidade, demonstrando como estes se compatibilizam. Mais tarde, foi publicado o *Guidance on Sustainability-Linked Loan Principles* (2020) que clarifica a aplicação dos *Sustainability-Linked Loan Principles*¹³⁵, esclarecendo, por exemplo, que nada impede que o mesmo produto esteja alinhado, simultaneamente, com os *Green Loan Principles* e os *Sustainability-Linked Loan Principles*, apesar desse ser um fenómeno raro¹³⁶.

Este instrumento assenta em cinco pilares. Antes de mais nada, deverão ser selecionados e acordados, para cada caso, *KPIs* e *SPTs* apropriados.

Em primeiro lugar, os termos do crédito devem alinhar-se com o desempenho do mutuário, medido através de um ou mais *KPIs*¹³⁷ que podem compreender e/ou incluir *ratings* externos e/ou métricas equivalentes.

Em segundo lugar, o mutuário deve determinar com que objetivos está pronto a se comprometer, de forma a calibrar os *SPTs* por cada *KPIs* (este processo é fulcral, pois expressa o nível de ambição do mutuário). Os *SPTs*, acordados de boa-fé entre credor e mutuário¹³⁸, devem ser ambiciosos e significativos no contexto da atividade do mutuário,

¹³² JACKIE JONES e BOUDEWIJN VERMEER, *The growth of sustainability linked loans – challenges and opportunities*, (2019).

¹³³ ANDREW STANFIELD, *op. cit.*, p. 15.

¹³⁴ APLMA, LMA e LSTA, *Sustainability-Linked Loan Principles*, (2019), p. 2.

¹³⁵ ANDREW STANFIELD, *op. cit.*, p. 11.

¹³⁶ APLMA, LMA e LSTA, *Guidance on Sustainability-Linked Loan Principles*, (2020), p. 2.

¹³⁷ Os conceitos “sustentável” e “sustentabilidade” não são estáticos, assim, consta do *Apêndice 1* dos *Sustainability-Linked Loan Principles* um elenco (exemplificativo) de categorias comuns de *KPIs*.

¹³⁸ Os *SPTs* são, em regra, negociados entre o mutuário e o seu credor. No caso dos empréstimos sindicados, é comum que um ou alguns dos credores (o *sustainability coordinator*) coordenem, em nome de todos, a negociação dos *SPTs* com o mutuário. O *Guidance on Sustainability-Linked Loan Principles* sublinha que este deve ter um papel limitado, mas claramente definido desde o primeiro momento, não assumindo um dever fiduciário para com os outros credores, ao confirmar se o *sustainability-linked loan* está (ou não) em conformidade com os *Sustainability-Linked Loan Principles*.

mantendo-se a relevantes ao longo da vigência do crédito. Em alguns casos, com a decorrência do tempo, os objetivos de sustentabilidade podem deixar de ser relevantes, tendo as partes de considerar as alterações oportunas¹³⁹.

Em terceiro lugar, *o desempenho do mutuário relativamente aos objetivos de sustentabilidade terá implicações económicas diretas no crédito*.

Em quarto lugar, tendo presentes as crescentes exigências de *transparência*, os mutuários devem divulgar informações atualizadas e razoavelmente detalhadas sobre a prossecução dos *SPTs* acordados, de modo a que os credores possam monitorar o seu desempenho e avaliar se os *SPTs* se mantêm, ou não, ambiciosos e relevantes.

Por fim, a necessidade de verificação externa e independente do desempenho do mutuário deve ser negociada e acordada entre o credor e o mutuário, caso a caso.

As consequências associadas ao desrespeito destes princípios devem ser acordadas entre o credor e mutuário. Em casos menos graves (v.g. caso o mutuário não atinja os objetivos de sustentabilidade acordados) parece-nos apropriado que se sujeite o mutuário a um impacto financeiro desfavorável ou que o produto financeiro sustentável deixe de ser qualificado como *sustainability-linked loan* para todos os efeitos. Por outro lado, em casos mais graves de desrespeito por estes princípios, poderá ser adequada a aplicação do regime do incumprimento contratual.

2.2.3. *Social Loans*

Nos últimos anos, mutuários e credores têm, cada vez mais, voltado a sua atenção para o *pilar social* do movimento *ESG*, assumindo que as empresas têm, também, um papel fundamental na transição para um futuro *socialmente* mais sustentável¹⁴⁰.

Esta alteração de paradigma refletiu-se na emergência de um novo produto financeiro sustentável: os *social loans*.

Na ausência de uma definição universal, podemos caracterizar os *social loans* como *instrumentos de crédito destinados a exclusivamente (re-)financiar (total ou*

¹³⁹ Poderá haver cláusulas que definam em que casos o mutuário pode atualizar os *KPIs* e recalibrar os seus objetivos, assegurando que se mantêm apropriados. Tais disposições são conhecidas como *cláusula de rendez-vous*. Em muitos casos, não existem cláusulas como estas, pois os credores podem mostrar-se relutantes em permitir que o mutuário altere características que afetam a remuneração do crédito, sem o seu consentimento.

¹⁴⁰ Este foco no pilar social tem as suas origens na pandemia da COVID-19. Nos últimos anos houve um crescimento considerável daquilo a que podemos designar por *pandemic loans* (visam mitigar os efeitos nefastos da crise pandémica), que caem no escopo dos *social loans*.

parcialmente) um projeto social (novo ou já existente)^{141.142.143}. O mercado dos *social loans*, por sua vez, procura apoiar atividades económicas que visem mitigar desafios sociais e/ou tragam impactos sociais positivos, especialmente, mas não exclusivamente, para uma população-alvo^{144.145}.

No contexto de uma economia global que tentava ultrapassar as consequências nefastas da crise pandémica, a LMA, conjuntamente com a APLMA e a LSTA, publicou os *Social Loan Principles* (2021), que estabelecem as diretrizes que orientam mutuários e credores no processo de concessão de um *social loan*; evitando qualificações erróneas. Apesar do seu cariz voluntário, estas diretrizes têm sido adotadas por muitos bancos.

À semelhança dos *Green Loan Principles* (nos quais se baseiam), os *Social Loan Principles* assentam em quatro pilares fundamentais:

Os dois primeiros focados na seleção de projetos e os dois últimos asseguram que os fundos angariados são alocados ao financiamento de projetos sociais¹⁴⁶. A única efetiva diferença que existe entre estes e os *Green Loan Principles* diz respeito à *alocação de fundos*: o capital angariado por um *social loan* deve ser canalizado, como não poderia deixar de ser, ao financiamento de projetos com um *claro* benefício social (e não ambiental).

Mais recentemente foi publicado o *Guidance on Social Loan Principles* (2022) que clarifica a aplicação dos *Social Loan Principles*¹⁴⁷, esclarecendo que, por exemplo, um determinado produto pode assentar numa combinação dos *Social Loan Principles*;

¹⁴¹ APLMA, LMA e LSTA, *Social Loan Principles*, (2021), p. 2 e APLMA, LMA e LSTA, *Sustainable Lending Glossary of Terms*, (2021), p. 7.

¹⁴² Os *Social Loan Principles* contêm uma lista (exemplificativa) das categorias de *social projects* mais comuns, como por exemplo habitação acessível; acesso a serviços essenciais, entre outros [cfr. APLMA, LMA e LSTA, *Social Loan Principles*, (2021), p. 4].

¹⁴³ Em 2021 a E.U. *Platform on Sustainable Finance* lançou um *draft report* contendo os princípios fundamentais e estrutura de uma *Taxonomia Social Europeia*. Sem prejuízo do longo processo até se atingir o produto final, esta nova taxonomia europeia será de grande importância, estabelecendo diretrizes para os participantes no mercado melhor compreenderem como definir os investimentos sociais. Existem alguns instrumentos que, devido à ausência de um consenso, poderão ser úteis na determinação do que seja um projeto social: é o caso dos *Environmental and Social Standards* do Banco Mundial.

¹⁴⁴ Os *Social Loan Principles* contêm, também, uma lista exemplificativa de populações-alvo [cfr. APLMA, LMA e LSTA, *Social Loan Principles*, (2021), p. 5].

¹⁴⁵ APLMA, LMA e LSTA, *Social Loan Principles*, (2021), p. 2; ANITA KASSEAN, *Sustainability Lending and Finance: Key Issues Examined*, (2021) e VANESSA MARQUETTE e SARAH LIBREGTS, *New ESG-kid in town: Global loan market associations launch Social Loan Principles*, (2021).

¹⁴⁶ APLMA, LMA e LSTA, *Social Loan Principles*, (2021), p. 2 e VANESSA MARQUETTE e SARAH LIBREGTS, *op. cit.*

¹⁴⁷ JESSICA S. LOTHMAN e HEIDI M. FURLONG, *ESG Best Practices regarding Social Washing from the Loan Syndications and Trading Association*, (2022).

dos *Sustainability-Linked Loan Principles* e dos *Green Loan Principles*, no entanto, essa é uma situação muito pouco comum, isto pois, como se compreende, um produto com esta natureza teria uma estrutura excessivamente complexa.

3. Aspectos estruturais comuns

3.1. Âmbito subjetivo do financiamento *ESG*

Podem as empresas cuja atividade principal não seja considerada sustentável, designadamente aquelas que operem em setores controversos, como por exemplo das energias fósseis (as *brown companies*), recorrer ao financiamento *ESG*?^{148.149}

O recurso ao financiamento *ESG* por uma *brown company*, pode, à primeira vista, aparentar ser um contrassenso (v.g. as *green bonds* emitidas pela *Repsol*¹⁵⁰ foram alvo de críticas, em especial quanto à veracidade e efetividade do seu compromisso com a transição sustentável¹⁵¹). No entanto, o acesso destas empresas ao financiamento *ESG*, em nosso entender, não deve ser vedado ou posto em causa, pois a canalização de fundos a projetos sustentáveis, mesmo que por *brown companies*, é, por si, um passo que não pode deixar de ser dado no longo percurso da transição para um futuro mais sustentável¹⁵². Nestes casos, contudo, parece-nos lógico que se exija uma diligência redobrada de modo a evitar a (eventual) utilização abusiva destes novos produtos financeiros sustentáveis para encobrir práticas ilícitas que se traduzam em *greenwashing/sustainablewashing*, em especial deve assegurar-se que a globalidade do montante obtido com o financiamento é canalizada a projetos sustentáveis e não a outras finalidades laterais¹⁵³.

3.2. Dever de informação das empresas financiadas

Assegurar a existência de um *real e efetivo* compromisso com a sustentabilidade, por parte das empresas financiadas, é uma tarefa de grande complexidade¹⁵⁴. Este quadro

¹⁴⁸ ALEXANDRE NORINHO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, p. 593 e LAURA RAJAPAKSE, *op. cit.*

¹⁴⁹ Este debate nasce, sobretudo, no plano dos *use-of-proceeds bonds* e *loans*, que implicam a canalização dos fundos obtidos a projetos com finalidades específicas.

¹⁵⁰ Em 2017, a *Repsol*, petrolífera espanhola, emitiu *green bonds* no montante de 500 milhões de euros [cfr. CLIMATE BONDS INITIATIVE, *An oil & gas bond we knew would come eventually: Repsol: Good on GBPs, not so sure on green credentials*, (2017)].

¹⁵¹ KIM SCHUMACHER, *op. cit.*, p. 5 e PETER CRIPPS, *Green bond comment, November 2019: A market in transition, Environmental Finance*, (2019).

¹⁵² GROUPE D'EXPERTS SUR LA FINANCE DURABLE, *Mobiliser la finance pour une croissance durable: rapport final*, (2019), pp. 30 e ss; MANUEL ADAMINI *et alii*, *Time to invite brown corporates to the green bond party*, (2019) e ALEXANDRE NORINHO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, p. 593.

¹⁵³ ALEXANDRE NORINHO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, pp. 593 e 594.

¹⁵⁴ SEHOON KIM *et. alii*, *ESG Lending, working paper*, (2022), p. 22 e MIGUEL DA CÂMARA MACHADO, “It’s not easy bein’ green? (não é fácil ser verde?): Algumas dúvidas, medos e ansiedades sobre as dificuldades em saber o que são e como se cumprem os deveres “ESG” nos mercados financeiros, no final de 2022”, (2022), p. 618.

justifica e fundamenta (conjuntamente com as crescentes exigências de transparência reforçada, por parte dos *stakeholders*, que não poderão ser ignoradas), a nosso ver, a constituição de um **dever de informação das empresas financiadas**.

O reconhecimento e consagração deste dever de informação das empresas financiadas é mais do que necessário, pois este contribui (i) por um lado, para a redução de (eventuais) assimetrias informativas de base que possam existir entre a empresa financiada e os seus *stakeholders*¹⁵⁵, (ii) por outro lado, para o reforço da credibilidade dos novos produtos financeiros sustentáveis junto do público^{156.157} e (iii) mais ainda, para assegurar que as empresas financiadas, efetivamente e realmente, incorporam, na sua cultura empresarial e estratégia de negócios, as preocupações *ESG* que alegam ter¹⁵⁸.

Este dever tem por objeto a divulgação de *informações não-financeiras*, em especial informações relativas à sustentabilidade (através da divulgação de relatórios não-financeiros periódicos¹⁵⁹ que poderão ser publicados, por exemplo, no *website* oficial da empresa financiada; caso esta o tenha)¹⁶⁰. As informações divulgadas devem, como não pode deixar de ser, apresentar-se como claras, completas, precisas e atuais.

A este propósito, e tendo em conta o escopo mais restrito desta nossa dissertação, uma questão não poderá deixar de ser colocada: ***como se concretiza este dever de informação das empresas financiadas no contexto dos novos produtos financeiros sustentáveis?***

Em primeiro lugar, o dever de divulgação de informações não-financeiras das empresas financiadas, assente nas exigências de transparência que, inevitavelmente

¹⁵⁵ Os investidores consideram a ausência de normas jurídicas efetivas que assegurem a divulgação de informação um dos principais obstáculos ao investimento *ESG* [cfr. A. AMEL-ZADEH e G. SERAFEIM, *Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey*, (2018)].

¹⁵⁶ CMVM, *Documento de reflexão e consulta sobre finanças sustentáveis*, (2019), p. 6; PWC, *ESG matters - Driving change through Financial Reporting*, (2020); MAFALDA MIRANDA BARBOSA, *op. cit.*, pp. 839 e 840; GUDRUM RUMPF, *op. cit.*, p. 15; KIM SCHUMACHER, *op. cit.*, p. 10; NAGIHAN SIMETH, *The value of external reviews in the secondary green bond market*, (2022); p. 1 e DRAGON YONGJUN TANG e YUPU ZHANG, *op. cit.*

¹⁵⁷ Referindo-se às *green bonds*, SARTZETAKIS vem defender que colmatar a assimetria de informações que, eventualmente, exista entre emitentes e investidores é um dos principais desafios que se colocam, neste momento, no plano deste produto financeiro sustentável [cfr. EFTICHIOS SARTZETAKIS, *Green bonds as an instrument to finance low carbon transition*, (2020)].

¹⁵⁸ VIRGINIA HARPER HO, *Modernizing ESG disclosure*, (2022) e ABEL SEQUEIRA FERREIRA, “A cultura empresarial no governo das sociedades: breve introdução”, in *Administração e governação das sociedades* (coord. Paulo Câmara *et alii.*), (2020).

¹⁵⁹ Estes relatórios não-financeiros, contudo, assentam ainda em princípios pouco uniformes, ao contrário dos princípios contabilísticos, mais uniformes, utilizados nos relatórios financeiros.

¹⁶⁰ MAFALDA MIRANDA BARBOSA, *op. cit.*, pp. 839 e 840; NAGIHAN SIMETH, *op. cit.*, p. 1 e MIGUEL DA CÂMARA MACHADO, *op. cit.*, p. 625.

caracterizam este novo mercado dos produtos financeiros sustentáveis, manifestar-se-á através da constituição de uma série de deveres de informação *ad hoc* em função do produto e, claro (até ao momento), de fonte meramente contratual:

A divulgação de informações é a pedra angular das iniciativas e práticas sustentáveis no setor financeiro.

Por um lado, não podem deixar de ser divulgadas as *informações prévias* que assegurem a criação do quadro fundamental necessário à tomada de decisões conscientes e racionais por parte dos interessados. Deste modo, parece-nos razoável que sejam divulgadas, entre outras, informações relativas aos principais riscos associados a estes produtos e que podem pôr em causa a atividade, reputação e vantagem competitiva da empresa financiada; à descrição das principais características do produto financeiro sustentável; aos projetos sustentáveis da empresa (quando estes existam) e, ainda, informações relativas aos seus *expectáveis* impactos sustentáveis positivos.

Por outro lado, *ao longo da vida do produto financeiro sustentável*, em regra, numa base anual (embora se possam acordar, em nosso entender, atualizações mais regulares; atentemos, por exemplo, ao caso dos *Green Commercial Papers*¹⁶¹, instrumentos que não analisaremos ao longo da nossa dissertação, relativamente aos quais poderá ser exigida a prestação de informação intra-anual) (e consoante o tipo de produto sustentável em causa), deverão ser divulgadas informações, atualizadas e detalhadas, que demonstrem cabalmente que os fundos obtidos foram devidamente alocados ao projeto sustentável objeto do financiamento^{162.163}, devendo ser especificados os objetivos de sustentabilidade adotados, o tipo de projeto sustentável e o setor em que este se insere¹⁶⁴,

¹⁶¹ O *Green Commercial Paper* poderá assumir tanto a forma de um instrumento *use-of-proceeds*, como também *performance-linked*. Deste modo, os fundos obtidos podem ser utilizados para financiar projetos sustentáveis ou, ainda, para alcançar os objetivos visados pela empresa.

¹⁶² As empresas financiadas devem divulgar estas informações mesmo após a globalidade dos fundos obtidos com o financiamento sustentável ter sido alocada ao respetivo projeto, em especial caso ocorra uma alteração relevante das circunstâncias, designadamente a venda do projeto para o qual os fundos são alocados, ou ainda outras situações que possam, de algum modo, afetar os objetivos sustentáveis do projeto financiado.

¹⁶³ FINANCIAL SERVICES AGENCY OF JAPAN, *op. cit.*, pp. 20 e 21; ANDREW STANFIELD, *op. cit.*, pp. 7 e 20 a 23; VANESSA MARQUETTE e SARAH LIBREGTS, *op. cit.*; KIM SCHUMACHER, *op. cit.*, p. 10; JON EVANS, ERIN WAKELIN e NICK GILLIES, *op. cit.*; VANESSA MARQUETTE e SARAH LIBREGTS, *op. cit.* e CHRISTOPHER LISTER, *op. cit.*

¹⁶⁴ Perante empresas com atividades controversas (v.g. combustíveis fósseis), pode justificar-se a necessidade de *transparência adicional*, designadamente quanto à importância estratégica da sustentabilidade para o negócio e/ou dos benefícios da sustentabilidade dos projetos subjacentes.

os montantes àquele alocados, o prazo (esperado) para a sua total alocação¹⁶⁵ e o respectivo impacto ambiental e/ou social positivo^{166.167}. De igual forma, não poderão deixar de ser divulgadas informações relativas aos *SPTs* (designadamente, que demonstrem que estes se mantêm ambiciosos e relevantes para a atividade da empresa financiada, ao longo da vida do produto financeiro sustentável) e, também, sobre o desempenho dos *KPIs* selecionados^{168.169}.

O relatório não-financeiro é um documento fundamental (e que não poderá ser, sem mais, desconsiderado) pois, não só permite a melhor compreensão dos reais benefícios ambientais e/ou sociais em que os montantes obtidos com o financiamento *ESG* se concretizam; como também torna claro, aos *stakeholders*, os (efetivos) esforços da empresa financiada no que ao seu compromisso com a sustentabilidade se refere.

As consequências do incumprimento deste dever serão, em primeira linha, para além da eventual responsabilização civil pela violação do dever de informação, aquelas que forem definidas no âmbito da autonomia privada; parecendo-nos proporcionado e adequado que esta acarrete, (i) quanto aos produtos que sejam *use-of-proceeds*, que estes deixem de ser considerados “verdes” ou sociais e, (ii) quanto aos restantes produtos financeiros, o ajustamento da taxa de juro em conformidade (entenda-se, o seu agravamento).

Nada obsta, no entanto (em nosso entender), a que sejam estipuladas consequências mais gravosas, nomeadamente que a violação do dever de informação,

¹⁶⁵ Deve ser disponibilizada informação sobre os fundos (ainda) não alocados, designadamente qual o seu montante; quando se espera que estes sejam devidamente afetados aos respetivos projetos sustentáveis e, para além disso, como estes serão geridos até à sua afetação.

¹⁶⁶ Ao divulgar o impacto esperado do projeto sustentável, as empresas financiadas devem recorrer a *indicadores quantitativos* (v.g. capacidade energética, produção de eletricidade, redução de emissões de gases com efeito de estufa) e divulgar, também, as metodologias subjacentes e os pressupostos utilizados na determinação desses indicadores. Quando não for fácil quantificar ou demonstrar os impactos ambientais/sociais somente através de indicadores quantitativos, as empresas financiadas devem explicitá-los através de *descrições qualitativas* (v.g. através de certificações externas).

¹⁶⁷ ICMA, *Green Bond Principles*, (2014), p. 6; ICMA, *Social Bond Principles*, (2017), p. 5; APLMA, LMA e LSTA, *Green Loan Principles*, (2018), p. 2 e APLMA, LMA e LSTA, *Social Loan Principles*, (2021), p. 3.

¹⁶⁸ Os produtos financeiros sustentáveis, em relação aos quais não exista informação pública sobre os seus *KPIs*, podem ser qualificados como *poor disclosure*. Por outro lado, os produtos *good disclosure* ligam-se a uma métrica de desempenho *ESG*, v.g. percentagem de mulheres na força de trabalho [cfr. SEHOON KIM, *et. alii*, *ESG Lending*, (2022), p. 22].

¹⁶⁹ SEHOON KIM, *et. alii*, *ESG Lending*, (2022), pp. 22 e 23; JON EVANS, ERIN WAKELIN e NICK GILLIES, *op. cit.*; CHRISTOPHER LISTER, *op. cit.*; ICMA, *Sustainability Bond Guidelines (SBG)*, (2017), p. 5 e APLMA, LMA e LSTA, *Sustainability-Linked Loan Principles*, (2019), p. 4.

pelas empresas financiadas, constitua um verdadeiro incumprimento contratual em sentido técnico-jurídico.

Em segundo lugar, o dever de divulgação de informações relativas à sustentabilidade, assente nas progressivas exigências de transparência, manifesta-se, de igual modo, através da constituição de alguns deveres de informação periódicos (gerais) de fonte legal:

No contexto de transição da U.E. para uma economia sustentável e neutra em carbono, o **Regulamento (UE) 2019/2088, de 27 de novembro de 2019**, aplicável aos intervenientes no mercado financeiro e aos consultores financeiros, veio estabelecer algumas exigências de transparência relativamente à integração dos riscos em matéria de sustentabilidade e à consideração dos impactos negativos para a sustentabilidade nos seus processos, bem como à disponibilização de informações não-financeiras relacionadas com a sustentabilidade em relação a produtos financeiros.

Por sua vez, o já anteriormente referido **Regulamento da Taxonomia**, conjuntamente com os seus *Atos Delegados*¹⁷⁰, estabelece, entre outros, determinados deveres de divulgação de informação para intervenientes no mercado financeiro que disponibilizem produtos financeiros, em especial, relativamente aos produtos financeiros que tenham como objetivo investimentos sustentáveis, deve ser divulgada informação relativa ao objetivo ambiental para o qual o investimento subjacente ao produto financeiro contribui e uma descrição da forma como e da medida em que os investimentos financiam atividades económicas que são qualificadas como sustentáveis do ponto de vista ambiental¹⁷¹.

Por fim, em termos mais globais, a chamada **Diretiva Informação Não Financeira**¹⁷² estatui que determinadas empresas¹⁷³ devem divulgar informações não-financeiras bastantes para uma compreensão da evolução, desempenho, posição e impacto das atividades da empresa, relativas às questões ambientais, sociais, direitos humanos e combate à corrupção e tentativas de suborno. Mais recentemente, este diploma foi

¹⁷⁰ O *Regulamento Delegado (UE) 2021/2139*, adotado pela Comissão Europeia; o *Regulamento Delegado (UE) 2021/2178* adotado pela Comissão e, ainda, o *Regulamento Delegado (UE) 2022/1214* adotado pela Comissão.

¹⁷¹ CMVM, *Sustentabilidade - Agenda regulatória europeia*, (2022).

¹⁷² A *Diretiva 2014/95/UE*, do Parlamento Europeu e do Conselho foi transposta para o ordenamento português por via do *Decreto-Lei n.º 89/2017, de 28 de julho*, que não revela, em comparação com esta, grandes diferenças quanto às matérias a serem obrigatoriamente divulgadas.

¹⁷³ Grandes empresas (ou empresas-mãe de grandes grupos) que sejam entidades de interesse público e que excedam um número médio de 500 trabalhadores durante o exercício anual.

alterado através da *Diretiva Comunicação de Informações sobre a Sustentabilidade das Empresas*¹⁷⁴ que reforça as regras em matéria de divulgação de informações sobre sustentabilidade, designadamente alargando o âmbito de aplicação da *Diretiva Informação Não Financeira*.

3.3. Escolha e estabelecimento de métricas

Os *stakeholders* exigem que as empresas assumam compromissos com a sustentabilidade que sejam claros, precisos e mensuráveis e, ainda, que possam ser verificados pelo mercado.

As informações não-financeiras divulgadas, em especial sobre sustentabilidade, apenas serão credíveis e de qualidade caso os dados em que assentam e se baseiam sejam consistentes¹⁷⁵. A pedra angular está nas **métricas ESG** que apoiam e auxiliam as empresas financiadas na complexa tarefa de mensurar o seu desempenho sustentável¹⁷⁶; assegurando que estas são transparentes para com os *stakeholders*.

As empresas financiadas devem, por isso, adotar métricas robustas¹⁷⁷ que, quando corretamente selecionadas e implementadas, ajudem a acompanhar o seu desempenho sustentável, sinalizando os principais riscos da atividade e permitindo a concentração dos esforços onde estes são (realmente e efetivamente) necessários, assegurando a criação de valor, melhoria da reputação e, eventualmente, a atração de algum investimento.

A este propósito, é relevante mencionar que são exemplos de métricas *ESG* a considerar as seguintes: “a proporção de utilização de energias renováveis” ou a “proporção de mulheres no órgão de administração”.

O universo das métricas *ESG* é, no entanto, pouco uniforme e ainda muito difuso, levando a que, muitas vezes, sejam adotadas classificações divergentes, que acabam por

¹⁷⁴ Diretiva (UE) 2022/2464, do Parlamento Europeu e do Conselho. Cfr. PAULO CÂMARA e ANDREEA BABICEAN, *Novas regras europeias sobre divulgação de informações em matéria de sustentabilidade das empresas: as normas de nível 1*, (2022).

¹⁷⁵ NADJA PICARD, *ESG: Identifying metrics that matter most*, (2021).

¹⁷⁶ ROBERT ECCLES, IOANNIS IOANNOU e GEORGE SERAFEIM, *The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance*, (2014); ROBERT ECCLES e JUDITH STROEHLE, *Exploring Social Origins in the Construction of ESG Measures*, (2018) e AARON CHATTERJI *et alii*, *Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers*, (2016).

¹⁷⁷ ARIEL LANZA, ENRICO BERNARDINI e IVAN FAIELLA, *Mind the gap! Machine Learning, ESG Metrics and Sustainable Investment*, (2020).

comprometer a credibilidade da informação sobre sustentabilidade divulgada¹⁷⁸. Esta é, em nosso entender, uma das principais preocupações a ter em conta quanto à qualidade das informações não-financeiras sobre sustentabilidade divulgadas, sendo premente a progressiva adoção de métricas mais uniformizadas.

3.4. Possível intervenção de certificação externa

A credibilidade das informações não-financeiras sobre sustentabilidade divulgadas é (a nosso ver, acertadamente), tal como evidenciámos no ponto anterior, uma das principais preocupações dos *stakeholders*¹⁷⁹.

Assim, tendo em consideração este quadro, para além da verificação promovida, em primeira linha, pela própria empresa financiada (a *auto-verificação*), *pode* justificar-se a adoção de uma **certificação externa e independente** do seu desempenho sustentável (*hétero-verificação*), de modo a: (i) confirmar o cumprimento e conformidade do produto financeiro sustentável e das suas principais características com o estabelecido nas normas internacionais voluntárias adotadas (*i.e.*, consoante o produto financeiro em causa, estamos aqui a referir-nos aos *Green Loan Principles*; *Green Bond Principles*; *Climate Bond Standard*, entre outros) e (ii) assegurar que o alegado compromisso da empresa financiada com a sustentabilidade é submetido a um meio independente de escrutínio^{180.181}.

No entanto, sem prejuízo disso, a questão de saber se a certificação externa é, ou não, um mecanismo adequado deve ser considerada casuisticamente. Contudo, em nosso entender, esta é *indispensável*¹⁸², não apenas fomentando a confiança do mercado, como

¹⁷⁸ ROBERT ECCLES e JUDITH STROEHLE, *op. cit.*, p. 2 e MAGALI DELMAS, DROR ETZION e NICHOLAS NAIRN-BIRCH, *Triangulating environmental performance: what do corporate social responsibility ratings really capture?*, (2013).

¹⁷⁹ A informação divulgada apenas será útil para os vários *stakeholders* caso seja, simultaneamente, relevante e confiável [cfr. JULIA LACKMANN, JÜRGEN ERNSTBERGER e MICHAEL STICH, *Market Reactions to Increased Reliability of Sustainability Information*, (2012), p. 113].

¹⁸⁰ Deste modo, os produtos financeiros sustentáveis submetidos a certificação externa têm um risco mais reduzido de se consubstanciarem em práticas ilícitas que se traduzam em *greenwashing/sustainablewashing*.

¹⁸¹ NAGIHAN SIMETH, *op. cit.*, pp. 1 e 2; GREGOR DORFEITNER, SEBASTIAN UTZ e RONGXIN ZHANG, *The pricing of green bonds: external reviews and the shades of green*, (2021) e IGOR SHISHLOV, ROMAIN MOREL e IAN COCHRAN, *Beyond transparency: Unlocking the full potential of green bonds*, (2016).

¹⁸² Referimo-nos a uma certificação externa substantiva essencialmente *privada*. No entanto, é defensável (como alguns já o fazem) a imposição de mecanismos de certificação externa *pública*, que garantam uma maior neutralidade e objetividade.

também, constituindo um signo de boa-fé da parte das empresas financiadas¹⁸³, em especial naqueles casos em que a informação sobre a sustentabilidade não foi devidamente disponibilizada ao público e/ou acompanhada por uma declaração autónoma de garantia/auditoria¹⁸⁴.

A certificação externa desdobra-se, essencialmente, em duas fases¹⁸⁵: (i) uma fase prévia que visa confirmar se o produto financeiro sustentável é consistente e conforme com os pilares fundamentais das normas internacionais de *soft-law* adotadas, avaliar as características e a adequação dos projetos sustentáveis aos quais os fundos obtidos serão canalizados (e os benefícios e impactos que estes trarão) e se os objetivos sustentáveis e os *KPIs* selecionados são ambiciosos, materiais e credíveis (e que a sua realização não é posta em causa pelos efeitos negativos das práticas da empresa financiada), tal como os potenciais riscos de sustentabilidade associados aos projetos; (ii) já durante a vida do produto (pelo menos anualmente) deverá avaliar-se o desempenho sustentável da empresa financiada (quando for caso disso, ao nível de cada *SPT* e *KPI* escolhido), designadamente se os objetivos de sustentabilidade mantêm o seu relevo e se os fundos obtidos foram devidamente alocados ao projeto a que foram destinados¹⁸⁶.

Estão disponíveis no mercado diversas modalidades de certificação externa¹⁸⁷: os produtos financeiros sustentáveis podem ser independentemente *verificados* por terceiros qualificados (designadamente por auditores ou agências de *rating ESG* independentes), no que se refere ao seu alinhamento com determinados critérios, tal como o desempenho sustentável; *KPIs* ou objetivos de sustentabilidade. Os produtos sustentáveis poderão ser, igualmente, *certificados* quanto ao seu alinhamento com um determinado quadro normativo ou prático. Poderá ser emitida uma *second-party opinion* por um consultor ou instituição com reconhecida competência em matéria sustentabilidade ou outros aspectos

¹⁸³ ALEXANDRE NORINHO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, pp. 587 e 588.

¹⁸⁴ OLIVER IRWIN e RODRIGUEZ MARIN, *op. cit.*; ALEXANDRE NORINHO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, pp. 587 e 588 e ANDREW STANFIELD, *op. cit.*, pp. 16 e 17.

¹⁸⁵ A certificação externa pode ser *parcial*, avaliando apenas alguns aspetos do produto sustentável ou *total*, avaliando o alinhamento do produto com a globalidade dos pilares fundamentais dos princípios relevantes.

¹⁸⁶ GUDRUM RUMPF, *op. cit.*, p. 13; ANDREW STANFIELD, *op. cit.*, pp. 16 e 17; ICMA, *Green Bond Principles*, (2014), p. 7; ICMA, *Sustainability-Linked Bond Principles*, (2020), pp. 5 a 9; ICMA, *Social Bond Principles*, (2017), p. 6. e APLMA, LMA e LSTA, *Sustainability-Linked Loan Principles*, (2019), p. 4.

¹⁸⁷ FINANCIAL SERVICES AGENCY OF JAPAN, *op. cit.*, pp. 23 e ss; NAGIHAN SIMETH, *op. cit.*, pp. 4 a 6; LOUISE MCCOACH, *op. cit.*; GREGOR DORFEITNER, SEBASTIAN UTZ e RONGXIN ZHANG, *op. cit.*, pp. 797 a 801; ICMA, *Guidelines for Green, Social, Sustainability and Sustainability-Linked Bonds External Reviews*, (2021); APLMA, LMA e LSTA, *Green Loan Principles*, (2018), p. 3 e APLMA, LMA e LSTA, *Social Loan Principles*, (2021), p. 4.

da governação destes produtos sustentáveis, que avalie, através de uma análise detalhada e exaustiva, entre outros, os projetos sustentáveis e a alocação de fundos ao mesmo. O principal fornecedor de *second-party opinions* para *green bonds* é, atualmente, o *Centre for International Climate and Energy Research*¹⁸⁸. Por fim, as agências de *rating* podem classificar e avaliar os produtos financeiros sustentáveis, nos termos de uma metodologia pré-estabelecida.

Os resultados e as conclusões da certificação externa (ou a respetiva súmula) devem ser disponibilizados publicamente, por exemplo no *website* da empresa financiada ou noutra canal adequado para o efeito.

A certificação externa deve ser realizada, claro está, por uma *entidade independente*¹⁸⁹ (devendo ter-se especial atenção à possível existência de conflitos de interesse) que utilize informações verdadeiras, de qualidade suficiente e de fontes credíveis e que aja com integridade, objetividade, profissionalismo, diligência e confidencialidade.

Muitas destas entidades, para além de princípios e normas éticas, estão vinculadas a atuar em conformidade com normas e princípios profissionais (como é o caso das empresas de contabilidade), sendo relevantes, a este propósito, por exemplo, alguns instrumentos de *soft-law* como é o caso do *International Code of Ethics for Professional Accountants* e o *IESBA Handbook of the Code of Ethics of Professional Accountants*; que dispõem, entre outros, sobre a independência¹⁹⁰.

Não podemos deixar de mencionar que, de acordo com o projeto europeu de *European Green Bond Standard*, o processo de certificação externa das *European green bonds* divide-se em duas etapas fundamentais: *uma verificação inicial pré-emissão e uma verificação pós-emissão*; e, por outro lado, assenta em três níveis de controlo: (i) o

¹⁸⁸ O *Centre for International Climate and Energy Research* classifica os projetos sustentáveis como *dark green, medium green, light green* (ou *brown*): (i) os primeiros são aqueles que contribuem estritamente para a construção de um futuro sustentável; (ii) os segundos contribuem, de alguma forma, para a construção de um futuro mais resiliente, mas continuam a existir algumas preocupações ambientais; e (iii) os terceiros são projetos “verdes” a curto prazo, mas que não se alinham com os objetivos climáticos a longo prazo.

¹⁸⁹ Deve avaliar-se a independência e a imparcialidade dos certificadores externos *com base em relações pessoais ou de capital*; por exemplo, a certificação externa não será independente caso a empresa financiada e o certificador sejam subsidiárias de uma mesma empresa-mãe; o mesmo se diz daqueles casos em que a empresa financiada é a empresa-mãe do certificador externo e vice-versa. A certificação externa não será, também, independente caso um membro do conselho de administração, ou órgão semelhante, de uma empresa financiada seja membro do conselho de administração ou semelhante do certificador externo.

¹⁹⁰ ICMA, *Guidelines for Green, Social, Sustainability and Sustainability-Linked Bonds External Reviews*, (2021), p. 3.

controlo do cumprimento substantivo do *European Green Bond Standards* pelo emitente, realizado por certificadores externos privados; (ii) a certificação externa pública do cumprimento dos requisitos de verificação e divulgação por parte dos emitentes e (iii) num procedimento de registo e supervisão pública a que são submetidos os certificadores externos.

4. Principais patologias da figura

4.1. Incumprimento de finalidade

Antes de mais, não podemos deixar de fazer referência à figura do “mútuo de escopo” ou “crédito de escopo”, que adstringe o mutuário¹⁹¹ a dar uma utilização pré-determinada aos montantes recebidos nesse contexto¹⁹². Precisamente, é esta a figura que deve servir de base à nossa análise subsequente, isto pois, os produtos financeiros sustentáveis que sejam *use-of-proceeds* são, essencialmente, obrigações ou créditos com um escopo específico.

Os fundos obtidos através da subscrição dos produtos financeiros sustentáveis que sejam *use-of-proceeds*, como já resulta exaustivamente do exposto (em especial do Capítulo 2. **Modalidades**), devem ser canalizados ao financiamento de um determinado projeto sustentável específico, ou seja, significa isto que aqueles têm uma *finalidade vinculada ou finalizada*.

O *compromisso com a sustentabilidade* (por parte das empresas financiadas) deve assim, em nosso entendimento, assumir uma verdadeira **natureza vinculativa**, tendo, em consequência, a empresa financiada o *dever* de alocar os fundos obtidos, através da subscrição dos produtos financeiros sustentáveis, ao desenvolvimento de um determinado projeto sustentável. Ora, isto assim é: (i) por um lado, pela própria natureza dos produtos financeiros sustentáveis que sejam *use-of-proceeds* (que assim o exige, para que estes sejam efetivamente funcionais e cumpram os objetivos a que se propõem. O compromisso com a sustentabilidade ambiental ou social é *inerente* a estes produtos) e (ii) por outro lado, como forma de assegurar a sua credibilidade¹⁹³ junto do mercado e dos *stakeholders*.

Contudo, não pode presumir-se a finalidade vinculada, devendo esta resultar expressamente do disposto no contrato ou na lei. Como já evidenciámos, não existe, entre nós, até ao momento, qualquer consagração legal do compromisso com a sustentabilidade no seio dos produtos financeiros sustentáveis. No entanto, sendo este compromisso com a sustentabilidade inerente à própria natureza dos produtos financeiros sustentáveis que

¹⁹¹ Tecemos estas considerações tendo em mente e partindo do pressuposto [no seguimento daquilo que defende MAFALDA MIRANDA BARBOSA; (p. 857)] que uma subscrição obrigacionista tem por base um “contrato de mútuo”.

¹⁹² ANTÓNIO DE MENEZES CORDEIRO, *Direito Bancário*, (2016), p. 677 e MAFALDA MIRANDA BARBOSA, *op. cit.*, p. 857.

¹⁹³ ANTÓNIO DE MENEZES CORDEIRO, *op. cit.*, p. 677 e ALEXANDRE NORINHO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, p. 595.

sejam *use-of-proceeds*, carece de sentido que o contrato deixe de estipular este mesmo compromisso.

Feitas estas considerações iniciais, uma questão com relevo prático se coloca: ***considerando que o compromisso de finalidade tem uma natureza vinculativa, o que sucederá em caso de incumprimento dessa finalidade?***

Caso os fundos, obtidos através da subscrição dos produtos financeiros sustentáveis, sejam indevidamente alocados a projeto(s) não sustentáveis ou caso um projeto sustentável seja alterado drasticamente de modo a que perca a sua natureza sustentável, para além da primeira e óbvia consequência, isto é, que o produto financeiro deixe de poder ser qualificado como “sustentável” (*i.e.*, “*green*” ou “*social*”), em nosso entendimento, será, igualmente, justificável recorrer à figura da *resolução* (assente na violação de uma verdadeira *obrigação acessória* – a alocação dos fundos obtidos ao financiamento de um determinado projeto sustentável) e, conseqüentemente, à possibilidade de se declarar o vencimento imediato da obrigação de restituição¹⁹⁴.

A resolução deve, claramente, ser acompanhada da responsabilização civil da empresa financiada pelo incumprimento da finalidade a que (ainda, apenas, contratualmente) se vinculou.

O *incumprimento de finalidade* não apenas prejudica a confiança dos *stakeholders* nos produtos financeiros sustentáveis, como também põe em causa a própria credibilidade destes. Compreende-se, assim, a inequívoca importância do cumprimento dos deveres de divulgação de informação sobre a sustentabilidade.

Devido à ausência de um quadro legislativo sólido e definido nesta matéria (e de forma a ultrapassar eventuais constrangimentos que possam advir dessa lacuna), julgamos que a previsão e regulação contratual das consequências aplicáveis em caso de incumprimento de finalidade é angular¹⁹⁵, não parecendo descabida a formalização e reforço do compromisso com a sustentabilidade através da inclusão de cláusula de ***Representations and Warranties*** que declare e garanta a existência de determinadas características ou qualidades do produto financeiro sustentável (em especial do seu objeto) aos *stakeholders*, no fundo assegurando um determinado “estado de coisas”, e cujo incumprimento (*i.e.*, a falta de veracidade das mesmas) pode acarretar a aplicação

¹⁹⁴ ANTÓNIO DE MENEZES CORDEIRO, *op. cit.*, p. 677, LUÍS MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações III*, (2018), p. 423 e MAFALDA MIRANDA BARBOSA, *op. cit.*, p. 857.

¹⁹⁵ GASPAR ATIENZA e RAFAEL GONZÁLEZ-GALLARZA, *op. cit.*

de *sanções contratuais*¹⁹⁶, designadamente a possibilidade de se declarar o vencimento antecipado da obrigação, ou ainda, caso as consequências do incumprimento não se encontrem devidamente previstas, aquele que prestou as declarações e garantias deverá repor a situação que existiria caso aquelas fossem verdadeiras.

Por fim, não poderemos deixar de mencionar que, quanto aos produtos financeiros sustentáveis que não sejam *use-of-proceeds*, isto é, no caso dos *sustainability-linked loans* e das *sustainability-linked bonds* (que, como referimos anteriormente, são mais flexíveis quanto à finalidade a dar ao capital angariado), se os objetivos de sustentabilidade previamente estabelecidos não forem conseguidos, para além das consequências económicas que daí derivam (v.g., a variação da taxa de juro), o produto financeiro (em especial nos casos mais graves, em que há um incumprimento reiterado) poderá deixar de ser considerado “sustentável” a todos os níveis. Contudo, não nos parece (pelo menos no estado preliminar de desenvolvimento em que o mercado de produtos financeiros sustentáveis, atualmente, se encontra) que se possa defender que aqui haja lugar a um verdadeiro incumprimento¹⁹⁷ em sentido técnico-jurídico, caso os objetivos de sustentabilidade não sejam atingidos.

4.2. Informação deficitária

Os produtos financeiros sustentáveis têm uma *dupla face*¹⁹⁸. Por um lado, estes são instrumentos fundamentais para a atração de fundos; fundos estes que serão utilizados, pelas empresas e pelo próprio Estado, para o financiamento da transição para um futuro mais sustentável. Contudo, por outro lado, a inexistência de regulação específica e a ambiguidade dos critérios utilizados na definição destes produtos financeiros, criam o ambiente perfeito para a disseminação de determinadas práticas duvidosas, nomeadamente práticas de **greenwashing** (que levantam preocupações *éticas* e *morais*, para além de *jurídicas*)¹⁹⁹. Estas práticas não apenas minam a confiança no mercado dos produtos financeiros sustentáveis por parte de investidores conscientes que

¹⁹⁶ ALEXANDRE NORINHO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, p. 595.

¹⁹⁷ No entanto, a deturpação e distorção da informação relativa aos objetivos de sustentabilidade poderá constituir, em nosso entender, um verdadeiro *incumprimento*, com todas as consequências que daí derivarem.

¹⁹⁸ VIKTOR TACHEV, *Green Bonds: Sustainable Financing Tools or a Greenwashing Weapon?*, (2022).

¹⁹⁹ MICHAEL DORAN e JAMES TANNER, *Critical challenges facing the green bond market*, (2019), p. 3 e PASCUAL BERRONE, ANDREA FOSFURI e LILIANA GELABERT, *Does greenwashing pay off? Understanding the relationship between environmental actions and environmental legitimacy*, (2017), p. 363.

procuram diversificar os seus investimentos ao investir em práticas *ESG*; como também põem em causa o próprio objetivo global para o qual estes foram desenvolvidos, *i.e.*, contribuir para a transição para um futuro mais sustentável.

O *greenwashing*²⁰⁰, em termos (ainda muito) gerais, manifesta-se pela divulgação de informações exageradas, falsas, não objetivas ou tendenciosas quanto ao impacto ambiental de uma empresa, produto, projeto ou operação²⁰¹.

Por outras palavras, as práticas de *greenwashing* assentam na *divulgação seletiva de informações* com o intuito de se conceber uma imagem excessivamente positiva da realidade, levando a que terceiros (nomeadamente os *stakeholders*) acreditem que o desempenho de uma empresa, de um produto, de um projeto ou de uma operação é substancialmente melhor do que a realidade. Por exemplo, a utilização do “*clean coal*” é uma prática, habitualmente, considerada como sendo “verde”, mas cujos reais e efetivos benefícios para o ambiente têm sido questionados²⁰².

Concretizemos agora esta figura no plano dos (novos) produtos financeiros sustentáveis.

O termo *greenwashing*, nesse contexto, reporta-se àquelas situações em que a empresa financiada (ou até o próprio projeto sustentável financiado) está adstrita ao cumprimento de determinados objetivos e/ou critérios de sustentabilidade; contudo, no contexto da divulgação do seu desempenho, no que a esses objetivos de sustentabilidade se refere, há uma ***distorção informativa***, isto pois, as informações relativas à sustentabilidade divulgadas são *enganosas, inexatas* ou *tendenciosas*²⁰³. Por exemplo,

²⁰⁰ O termo *greenwashing* (trocadilho com *whitewashing*) foi cunhado pelo ambientalista norte-americano JAY WESTERVELD em 1986, no seu estudo *The Greenwashing Report*. Era prática comum da indústria hoteleira incentivar a reutilização, pelos hóspedes, de toalhas de banho como forma de reduzir o desperdício de água. Contudo, WESTERVELD, no seu estudo, notou que o esforço empregue pelos hotéis na mitigação do desperdício era muito reduzido; no entanto, ao mesmo tempo, a reutilização das toalhas pelos hóspedes poupava drasticamente custos. Conclui, assim, que o real objetivo das instituições hoteleiras era tão somente o de maximizar os seus lucros [cfr. DIANA RIBEIRO DUARTE, PEDRO CAPITÃO BARBOSA e MANUEL BRAGANÇA SANTOS, *Greenwashing – o lado negro da sustentabilidade*, (2022), p. 30].

²⁰¹ LISA KOCH e MARY-FRANCES MURPHY, *op. cit.*; DIANA RIBEIRO DUARTE, PEDRO CAPITÃO BARBOSA e MANUEL BRAGANÇA SANTOS, *op. cit.*, p. 30 e 31; PASCUAL BERRONE, ANDREA FOSFURI e LILIANA GELABERT, *op. cit.*, p. 363; ALEXANDRE NORINHO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, p. 591, VICTOR LEUNG, WILSON WAN e JOE WONG, *Greenwashing in the Corporate Green Bond Markets*, (2022), p. 4 e UL GLOBAL NETWORK, *The sins of Greenwashing*, (2010).

²⁰² FRED PEARCE, *Greenwash: Why ‘Clean Coal’ is the Ultimate Climate Change Oxymoron*, (2006) e ALEXANDRE NORINHO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, p. 592.

²⁰³ APLMA, LMA e LSTA, *Sustainable Lending Glossary of Terms*, (2021), p. 6; PASCUAL BERRONE, ANDREA FOSFURI e LILIANA GELABERT, *op. cit.*, p. 363 e MICHAEL DORAN e JAMES TANNER, *op. cit.*, p. 3.

poderá suceder que uma determinada emissão obrigacionista seja *qualificada e divulgada* como sendo “verde”, ou seja, como sendo *green bond*²⁰⁴; contudo, na realidade, as receitas obtidas através da subscrição das obrigações são canalizadas para um projeto que, em verdade, não traz um benefício ambiental positivo.

Algumas empresas financiadas pretendem obter, apenas, os benefícios associados à utilização dos produtos financeiros sustentáveis sem, em contrapartida, adotar as medidas e comportamentos fundamentais para transição para um futuro sustentável e cumprir os objetivos a que aqueles se propõem²⁰⁵.

No contexto do atual quadro legislativo nacional e da U.E., como sabemos, os produtos financeiros sustentáveis podem ser qualificados como “verdes” ou “sociais” sem que seja exigido, obrigatoriamente, o cumprimento de determinadas condições específicas; isto é consequência da inexistência (até este momento) de um normativo global e consolidado que as venha prever, esclarecer e desenvolver (e da existência de critérios de mercado de cumprimento meramente voluntário)²⁰⁶. Deste modo, não é uma tarefa simples concluir, com certeza absoluta, se um determinado produto financeiro é, ou não, sustentável ou até mesmo avaliar o seu “nível de sustentabilidade”.

Esta conjuntura, ainda difusa e incerta, pode ser favorável a que as empresas financiadas, com alguma facilidade, enganem os *stakeholders* (designadamente os investidores que pretendam investir nestes produtos); para além de os levar a acreditar que o produto financeiro segue determinados critérios de sustentabilidade rigorosos quando isso, em verdade, não acontece; (i) não financiando, através da alocação dos montantes angariados, projetos sustentáveis²⁰⁷ (ii) ou tendo uma atuação meramente superficial e sem qualquer relevância e/ou consequência prática²⁰⁸.

Estas circunstâncias adversas, compreensivelmente, contribuem para a criação e desenvolvimento de uma atmosfera de ceticismo, dificilmente ultrapassável, em torno

²⁰⁴ Em abril de 2019, o chefe da *International Accounting Standards Board* declarou publicamente que “o *greenwashing* está desenfreado”. Esta afirmação reportava-se ao plano empresarial, contudo as *green bonds* estão, sem qualquer sombra de dúvida, potencialmente afetadas por estas práticas.

²⁰⁵ A emissão de *green bonds*, como sabemos e já referimos, pode ser vista como um sinal de compromisso do emitente com a sustentabilidade, contudo este sinal pode ser *imperfeito*, isto pois chamadas *brown companies* não estão impedidas de emitir *green bonds* (mas a um custo mais elevado). A emissão de *green bonds* por uma *brown company* poderá facilmente consubstanciar-se numa prática de *greenwashing* [cfr. YUN GAO e JOCHEN SCHMITTMANN, *Green Bond Pricing and Greenwashing under Asymmetric Information*, (2022), pp. 2 e 3].

²⁰⁶ MICHAEL DORAN e JAMES TANNER, *op. cit.*, p. 3.

²⁰⁷ NIKOLAI BADENHOOP, *op. cit.*, p. 20.

²⁰⁸ RICHARD CARRIZOSA e ALOKE GHOSH, *op. cit.*, p. 3.

destes produtos financeiros sustentáveis²⁰⁹. No entanto, mais do que isso, por exemplo, mesmo que sejam adotadas e implementadas práticas sustentáveis pelas empresas financiadas e os produtos financeiros sejam transparentes, sabemos que as instituições bancárias nunca irão deixar de financiar completamente indústrias intensivas em carbono.

Precisamente, as práticas de *greenwashing* não implicam, apenas, o agravamento dos riscos reputacionais para as empresas financiadas e investidores, como também põem em causa a confiança no mercado dos produtos sustentáveis (podendo colocar problemas ao nível da própria estabilidade financeira²¹⁰) e o próprio progresso da transição para um futuro mais sustentável²¹¹.

Como não pode deixar de ser, estas práticas, pelo impacto negativo considerável que acarretam, não poderão deixar de ter consequências jurídicas. Em nosso entender, estas consequências serão aquelas a que já nos referimos a propósito da violação do dever de informação pois é, precisamente, isso que está em causa, *i.e.*, uma distorção da informação divulgada. Deste modo e, em termos mais sintéticos (e remetendo para esse ponto), para além de uma eventual responsabilização civil da empresa financiada, serão aplicáveis as consequências jurídicas que forem definidas no âmbito da autonomia privada (não sendo despiciendo argumentar pelo próprio incumprimento em sentido técnico-jurídico).

O risco de *greenwashing*, como se percebe, não é facilmente evitável. Contudo, não é por isso que este deve deixar de ser frontalmente e energeticamente combatido, por forma a se assegurar o desenvolvimento e reforço da confiança no mercado dos produtos financeiros sustentáveis.

Neste sentido, existem algumas medidas que poderão ser adotadas, sendo abaixo indicadas algumas sugestões²¹².

Primeiramente, as empresas financiadas deverão guiar a sua atuação por rigorosos critérios de sustentabilidade, implementando e desenvolvendo todos os procedimentos adequados que lhes permitam refletir sobre os respetivos objetivos de sustentabilidade,

²⁰⁹ A Autoridade Aeroportuária de Hong Kong (“*Hong Kong Airport Authority*”), por exemplo, em janeiro de 2022, angariou cerca de mil milhões de dólares, através da emissão de *green bonds*, para o financiamento de uma terceira pista. Contudo, esta emissão foi posta em causa por se considerar que o projeto financiado punha em perigo a sobrevivência dos golfinhos brancos chineses, uma espécie em ameaça de extinção.

²¹⁰ VICTOR LEUNG, WILSON WAN e JOE WONG, *op. cit.*, p. 4.

²¹¹ ALEXANDRE NORINHO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, pp. 591 e 592 e RICHARD CARRIZOSA e ALOKE GHOSH, *op. cit.*

²¹² UL GLOBAL NETWORK, *The sins of Greenwashing*, (2010) e DIANA RIBEIRO DUARTE, PEDRO CAPITÃO BARBOSA e MANUEL BRAGANÇA SANTOS, *op. cit.*, pp. 30 e 31.

assegurando, deste modo, que o seu processo de tomada de decisões é orientado para a criação de resultados que promovam os objetivos de sustentabilidade adotados.

É igualmente importante que a atividade da empresa financiada seja verificada externamente, de modo a se assegurar que o seu desempenho e atuação são, realmente, sustentáveis.

Devem, também, ser implementados, pelas empresas financiadas, os mecanismos adequados a assegurar a recolha dados e informações relevantes sobre o seu desempenho sustentável, permitindo-se, assim, o efetivo e pleno cumprimento dos deveres de divulgação de informações relativas a sustentabilidade da empresa financiada (nos termos acima desenvolvidos).

Para estes efeitos, o cumprimento dos vários instrumentos que contêm orientações-padrão (*ainda que voluntárias*) a serem seguidas pelos produtos financeiros sustentáveis é, apesar de tudo, um meio de se evitar as práticas de *greenwashing*²¹³.

Todavia, apesar das suas boas intenções, quando os produtos financeiros são construídos de acordo com estes princípios voluntários e não diplomas com regras vinculativas, é difícil eliminar totalmente este risco. Assim, com o crescimento do mercado dos produtos financeiros sustentáveis, cada vez mais se revela fulcral a existência de algum nível de regulação (não muito intrusiva) que restrinja as oportunidades de ocorrência de práticas de *greenwashing* e que crie os incentivos necessários à alocação dos fundos obtidos com a subscrição dos referidos produtos para uma economia mais sustentável (ultrapassando-se as principais barreiras à realização destes investimentos, nomeadamente a assimetria informativa e as incertezas no que se refere à avaliação de riscos)²¹⁴. A (*eventual*) aprovação e entrada em vigor do *European Green Bond Standard* será, nesta lógica, um passo indispensável no combate ao fenómeno do *greenwashing*, em especial pois aquele define o conceito do produto financeiro sustentável objeto de regulação, neste caso, as *green bonds europeias*²¹⁵.

²¹³ ALEXANDRE NORINHO DE OLIVEIRA, *op. cit.*, p. 592.

²¹⁴ MAFALDA DE SÁ, *op. cit.*, p. 382.

²¹⁵ Em novembro de 2022, as *European Supervisory Authorities (European Banking Authority, European Securities and Markets Authority e European Insurance and Occupational Pension Authority)* lançaram uma consulta pública (que durou até janeiro de 2023) visando a recolha de contributos do mercado sobre o *greenwashing* no setor financeiro. Com esta, visam (i) compreender o fenómeno do *greenwashing*; (ii) recolher exemplos de (eventuais) práticas de *greenwashing* no setor financeiro da U.E. e (iii) obter dados que permitam compreender a dimensão deste fenómeno. As contribuições serão incorporadas nas conclusões das *ESAs* para os seus relatórios de situação, a ser apresentados em maio de 2023 e, ainda, nos relatórios finais, a ser apresentados em maio de 2024 (cfr. *Call for Evidence on Greenwashing*, disponível em: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esas_call_for_evidence_on_greenwashing.pdf).

Precisamente, é fundamental (apesar desta não ser a solução ideal) que sejam consagrados requisitos que se apliquem com algum um certo grau de obrigatoriedade e rigor²¹⁶, em especial, serão fulcrais os desenvolvimentos legislativos ao nível da divulgação de informações relativas à sustentabilidade, devendo passar a exigir-se que a empresa financiada demonstre, inequivocamente, que os fundos obtidos foram devidamente alocados ao financiamento de um projeto sustentável ou à prossecução de determinados objetivos sustentáveis²¹⁷ (o progresso legislativo nesta área é essencial; contudo não deverá ser adotada uma atitude muito paternalista, mas sim ser um verdadeiro equilíbrio entre a flexibilidade da regulação e a estipulação de critérios rigorosos que assegurem a credibilidade destes produtos).

Por fim, não podemos deixar de mencionar que, atualmente, em nosso entendimento, tendo em consideração a globalidade do movimento *ESG*, já não mais se poderá falar, apenas, em *greenwashing*, mas sim num conceito mais amplo: *sustainablewashing*, que abarque, não apenas o conceito de “verde”, mas sim a globalidade da “sustentabilidade”.

²¹⁶ NIKOLAI BADENHOOP, *op. cit.*, p. 28.

²¹⁷ CHRIS FLOOD, *Fears rise over 'greenwash' bonds*, (2022).

5. Considerações finais

A implementação de soluções adequadas à transição para um futuro mais sustentável é, inegavelmente, necessária, em especial pela urgência em se combater os desafios climáticos e sociais que, atualmente, enfrentamos.

As práticas sustentáveis têm vindo a modular a cultura empresarial e o próprio mercado ao longo das últimas décadas; passando a exigir-se que as empresas (e não só) orientem e guiem a sua atuação em termos mais responsáveis. Estas novas exigências não implicam, apenas, custos para as entidades visadas; aquelas entidades que incorporem práticas ambiental e socialmente responsáveis beneficiarão de vantagens competitivas, pois atenderão às expectativas dos *stakeholders*, que estão cada vez mais exigentes quanto ao impacto sustentável das empresas.

Sem prejuízo das dificuldades de definição e caracterização que marcam as fases iniciais da sua evolução, têm assumido uma relevância incontornável, enquanto ferramentas para a promoção da sustentabilidade, os (novos) *produtos financeiros sustentáveis* que, como demonstrámos, priorizam o financiamento de entidades e projetos que promovam a sustentabilidade ambiental e social (para além de, em simultâneo, gerarem retorno financeiro). A utilização destes novos produtos tem estado a tornar-se numa prática padrão entre as empresas, em especial, como parte da sua estratégia de transição para um futuro mais sustentável.

No entanto, existem ainda incontáveis *desafios* que carecem de ser ultrapassados, em especial para que esses produtos sejam plenamente eficazes na promoção de alterações significativas.

Em primeira linha, a inexistência de regulamentação específica relativamente a estes produtos abre espaço à falta de transparência e às práticas de *greenwashing*. Todavia, algumas entidades internacionais, como é o caso da *ICMA*, procurando contribuir para a concretização e desenvolvimento destes novos produtos financeiros sustentáveis, elaboraram orientações (de cariz meramente voluntário) que elencam os pilares fundamentais de cada um deles; contudo, não obstante a crescente aceitação da necessidade de regulação e de as orientações não-vinculativas serem referências incontornáveis, até à elaboração e desenvolvimento de um efetivo instrumento de regulação (com cariz vinculativo), ao nível nacional ou europeu, os produtos financeiros sustentáveis continuarão a ser figuras marcadamente difusas e passíveis de discussão.

Precisamente por isso, em nosso entender, revela-se mais do que fundamental o aperfeiçoamento legislativo e regulatório (que ainda é embrionário e escasso) neste plano. A U.E., através do *E.U. Green Bond Standard*, tem vindo a caminhar neste sentido, tendo já dado os seus primeiros passos.

Em segundo lugar, de modo a assegurar a eficácia dos produtos financeiros sustentáveis e ultrapassar a considerável assimetria de informação que existe neste mercado, é fulcral que (i) sejam definidas as métricas adequadas que permitam avaliar o desempenho sustentável das várias entidades financiadas e (ii) seja fixado um dever de informação das empresas financiadas, relativamente aos seu impacto ambiental e social, assegurando algum nível de transparência e permitindo que os investidores tomem decisões racionais e plenamente informadas.

Contudo, um dos principais desafios neste plano passa por garantir que *as empresas financiadas cumprem os compromissos de sustentabilidade por elas assumidos*, para que a transição para um futuro mais sustentável seja efetiva e bem-sucedida. A vinculatividade do compromisso de sustentabilidade assumido pode ser alcançada, nomeadamente, através do desenvolvimento de regulamentação e, também, assegurando-se que os produtos financeiros sustentáveis são certificados por organizações independentes e de confiança que, acima de tudo, assegurem que as empresas financiadas cumprem determinados critérios rigorosos de sustentabilidade.

O recurso aos novos produtos financeiros sustentáveis é um passo fundamental na incorporação das práticas de sustentabilidade pelo mercado. Todavia, apenas quando forem ultrapassados todos os obstáculos que se colocam à sua efetiva utilização, poderemos garantir que estes serão verdadeiramente eficazes na promoção da mudança e na transição para um futuro mais sustentável.

6. Bibliografia

- ABREU, Jorge Coutinho de (Coord.), (2021), *Código das Sociedades Comerciais em comentário* vol. V; 3ª ed.; Almedina, Coimbra
- ADAMINI, Manuel *et alii*, (2019), *Time to invite brown corporates to the green bond party*, in: <https://www.climatebonds.net/2019/04/time-invite-brown-corporates-green-bond-party-%E2%80%93-special-post-blog-subscribers> (consultado em novembro de 2022)
- ALBUQUERQUE, Rui *et alii*, (2020), *Resiliency of environmental and social stocks: An analysis of the exogenous covid-19 market crash, working paper*, European Corporate Governance Institute
- AL-MHEIRI Wadima e NOBANEH, Haitham, (2020), *Green Bonds: A Mini-Review*, in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3538790 (consultado em agosto de 2022)
- AMEL-ZADEH, A. e SERAFEIM, G., (2018), “Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey”, *Financial Analysts Journal* pp. 87-103.
- ANTUNES, Ana Filipa Morais, (2022), “ESG, racionalidade empresarial, e novos contenciosos”, *Revista de Direito Comercial*, pp. 1997 a 2024
- ANTUNES, J. Engrácia, (2020), *Os Instrumentos Financeiros*, 4.ª ed., Almedina, Coimbra
- APLMA, LMA e LSTA, (2018), *Green Loan Principles*, in <https://www.lsta.org/content/green-loan-principles/> (consultado em agosto de 2022)

APLMA, LMA e LSTA, (2019), *Sustainability-Linked Loan Principles (SLLP)*, in <https://www.lsta.org/content/sustainability-linked-loan-principles-sllp/>

(consultado em agosto de 2022)

APLMA, LMA e LSTA, (2020), *Guidance on Green Loan Principles (GLP)*, in <https://www.lsta.org/content/guidance-on-green-loan-principles-glp/> (consultado

em agosto de 2022)

APLMA, LMA e LSTA, (2020), *Guidance on Sustainability-Linked Loan Principles (SLLP)*, in <https://www.lsta.org/content/guidance-on-sustainability-linked-loan-principles-sllp/> (consultado em agosto de 2022)

APLMA, LMA e LSTA, (2021) *Sustainable Lending Glossary of Terms*, in <https://www.lma.eu.com/news-publications/glossary-terms> (consultado em

agosto de 2022)

APLMA, LMA e LSTA, (2021), *Social Loan Principles (SLP)*, in <https://www.lsta.org/content/social-loan-principles-slp/> (consultado em agosto de

2022)

APLMA, LMA e LSTA, (2022), *Guidance on Social Loan Principles (SLP)*, in <https://www.lsta.org/content/guidance-on-social-loan-principles-slp/> (consultado

em agosto de 2022)

ATIENZA, Gaspar e GONZÁLEZ-GALLARZA, Rafael, (2018), *Green loans: clear contractual rules for sustainable environmental loans*, in https://www.garrigues.com/en_GB/new/green-loans-clear-contractual-rules-sustainable-environmental-loans

(consultado em fevereiro de 2023)

BADENHOOP; Nikolai, (2022), *Green Bonds: An Assessment of the Proposed EU Green Bond Standard and Its Potential to Prevent Greenwashing*, Estudo requisitado pelo *Committee on Economic and Monetary Affairs, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament*

- BAKER, Malcolm *et alii*, (2018), *Financing the response to climate change: the pricing and ownership of U.S. green bonds, working paper, National Bureau of Economic Research*
- BANCO DE PORTUGAL, (2022), *Agir pela sustentabilidade - Abordagem do Banco de Portugal à sustentabilidade ESG 2022–25*, in https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/agir_pela_sustentabilidade.pdf (consultado em julho de 2022)
- BARBOSA, Ana Mafalda Castanheira Neves de Miranda, (2019), “Green bonds: riscos e responsabilidade”, *Revista de Direito da Responsabilidade*, ano 1, pp. 834 a 861
- BCSD Portugal – CONSELHO EMPRESARIAL PARA O DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL, (2020), *Dever fiduciário e investimento responsável*, in <https://bcsdportugal.org/wp-content/uploads/2020/12/Dever-Fiduciario-e-Investimento-Responsavel.pdf> (consultado em julho de 2022)
- BERG, Florian; KÖLBEL, Julian e RIGOBON, Roberto, (2022), “Aggregate confusion: the divergence of ESG ratings”, *Review of Finance*, Volume 26
- BERRADA, Tony *et alii*, (2022), *The Economics of Sustainability-Linked Bonds, Research Paper Series n°22-26, Swiss Finance Institute*
- BERRONE Pascual, FOSFURI Andrea e GELABERT Liliana, (2017), “Does greenwashing pay off? Understanding the relationship between environmental actions and environmental legitimacy”, *Journal of Business Ethics*, volume 144, pp. 363-379
- CÂMARA, Paulo (2021) *Sistema financeiro e alterações climáticas*, in: <https://governancelab.org/sistema-financeiro-e-alteracoes-climaticas/> (consultado em julho de 2022)

- CÂMARA, Paulo e BABICEAN, Andreea (2022), *Novas regras europeias sobre divulgação de informações em matéria de sustentabilidade das empresas: as normas de nível 1*, in <https://www.servulo.com/pt/investigacao-e-conhecimento/Novas-regras-europeias-sobre-divulgacao-de-informacoes-em-materia-de-sustentabilidade-das-empresas/8133/> (consultado em dezembro de 2022)
- CAMPBELL, Archie e DRAKE, Charlotte, (2021), *The LMA's green, sustainable and social loan principles – what more can be done?* in <https://www.esglegalhub.com/sites/default/files/pdf/The%20LMA%27s%20green%20and%20social%20loan%20principles%20%E2%80%93%20what%20more%20can%20be%20done.pdf> (consultado em agosto de 2022)
- CAMPBELL, Archie; VAUGHTON, George e DRAKE, Charlotte, (2020), *Sustainability-linked loans and green loans in the real estate finance market*, in <https://www.shlegal.com/news/sustainability-linked-loans-and-green-loans-in-the-real-estate-finance-market> (consultado em agosto de 2022)
- CARRIZOSA, Richard e GHOSH, Alope, (2022), *Sustainability-Linked Loan Contracting*, in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4103883 (consultado em setembro de 2022)
- CHATTERJI, Aaron, *et alii*, (2016), “Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers”, *Strategic Management Journal*, vol. 37, pp. 1597 a 1614.
- CHIN, Kenneth e LAI, Jefferson, (2021), *United States: An Introduction to Sustainability-Linked Loans*, in <https://www.mondaq.com/unitedstates/financial-services/1058258/an-introduction-to-sustainability-linked-loans> (consultado em agosto de 2022)

- CLIFFORD CHANCE, (2017), *Greening the Financial System*, in <https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2017/11/greening-the-financial-system.pdf> (consultado em outubro de 2022)
- CLIMATE BOND INITIATIVE, (2010) *Climate Bond Standard*, in https://www.bourse.lu/documents/pdf-CCDC-CBI_climate_bonds_standard.pdf (consultado em setembro de 2022)
- CLIMATE BOND INITIATIVE, (2013), *Climate Bonds Taxonomy*, in <https://www.climatebonds.net/standard/taxonomy> (consultado em setembro de 2022)
- CLIMATE BOND INITIATIVE, (2019), *Green Bond European Investor Survey*, <https://www.climatebonds.net/resources/reports/green-bond-european-investor-survey-2019> (consultado em agosto de 2022)
- CLIMATE BOND INITIATIVE, (2019), *History* in <https://www.climatebonds.net/standard/about/history> (consultado em agosto de 2022)
- CLIMATE BONDS INITIATIVE, (2017) *An oil & gas bond we knew would come eventually: Repsol: Good on GBPs, not so sure on green credentials*, in: <https://www.climatebonds.net/2017/05/oil-gas-bond-we-knew-would-come-eventually-repsol-good-gbps-not-so-sure-green-credentials> (consultado em novembro de 2022)
- CMVM, (2019), *Documento de reflexão e consulta sobre finanças sustentáveis*, in <https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/ConsultasPublicas/CMVM/Documents/CP%20Sustainable%20Finance.PDF> (consultado em julho de 2022)
- CMVN, (2022), *Sustentabilidade - Agenda regulatória europeia*, in https://www.cmvm.pt/pt/SDI/sustentabilidade/Pages/regulacao_sustentabilidade.aspx (consultado em dezembro de 2022)

- COLDEWEIJER, Annemieke e HSU, Jod, (2021), *Sustainability-linked bonds: a viable alternative for green bonds?* in <https://www.nnip.com/en-INT/professional/insights/articles/sustainability-linked-bonds-a-viable-alternative-for-green-bonds> (consultado em agosto de 2022)
- CORDEIRO, António Menezes, (2016), *Direito Bancário*, 6ª edição, Almedina, Coimbra
- CRIPPS, Peter, (2019), *Green bond comment, November 2019: A market in transition*, *Environmental Finance*, in <https://www.environmentalfinance.com/content/analysis/green-bond-comment-november-2019-is-this-thebeginning-of-the-end-of-the-green-bond-market.html> (consultado em novembro de 2022)
- D'ANGELO, Nuncio e MORRIS, James, (2021), *Sustainability Linked Loans: A Framework for Review*, in <https://www.nortonrosefulbright.com/en/knowledge/publications/b1e31827/sustainability-linked-loans-a-framework-for-review> (consultado em fevereiro de 2023)
- DELMAS Magali, ETZION Dror e NAIRN-BIRCH Nicholas., (2013), “Triangulating environmental performance: what do corporate social responsibility ratings really capture?”, *Academy of Management Perspectives* vol. 27(3), pp. 255 a 267
- DEMARY, Markus e NELIGAN, Adriana, (2019), “Defining green bonds the danger of neglecting the issuer side: Looking at problems and solutions”, *IW-Policy Paper* no. 2/2019
- DIAS, Gabriela Figueiredo, (2021), “Sustentabilidade, grupos de interesses e propósito empresarial: um novo paradigma para a empresa e o mercado de capitais”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários sobre os 20 Anos do CVM*, CMVM (coord.), Almedina, Coimbra, pp. 731 a 742

- DORAN, Michael e TANNER, James, (2019), *Critical challenges facing the green bond market*, in [https://www.bakermckenzie.com/-/media/files/insight/publications/2019/09/iflr--green-bonds-\(002\).pdf?la=en](https://www.bakermckenzie.com/-/media/files/insight/publications/2019/09/iflr--green-bonds-(002).pdf?la=en) (consultado em fevereiro de 2023)
- DORFEITNER Gregor; UTZ Sebastian e ZHANG Rongxin, (2021), “The pricing of green bonds: external reviews and the shades of green”, *Review of Managerial Science*, vol. 16, pp. 797 a 834
- DUARTE, Diana Ribeiro; BARBOSA, Pedro Capitão e SANTOS, Manuel Bragança, (2022), “Greenwashing – o lado negro da sustentabilidade”, *Vida Judiciária*, n.º 226, pp. 30 a 33
- ECCLES, Robert G. e STROEHLE, Judith, (2018), *Exploring Social Origins in the Construction of ESG Measures* in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3212685 (consultado em novembro de 2022)
- ECCLES, Robert, IOANNOU, Ioannis e SERAFEIM George, (2014), “The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance”, *Management Science* vol. 60, n.º 11.
- EUROPEAN COMMISSION, (2020), *European green bond standard*, in https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/european-green-bond-standard_en (consultado em agosto de 2022)
- EUROPEAN INVESTMENT BANK, (2008), *Annual Report 2007, Volume I – Activity and Corporate Responsibility Report*, in <https://www.eib.org/attachments/general/reports/ar2007en.pdf> (consultado em setembro de 2022)

- EVANS, Jon, WAKELIN, Erin e GILLIES Nick, (2021), *The Growing Importance of Social Loans for Project Finance*, in <https://www.herbertsmithfreehills.com/latest-thinking/the-growing-importance-of-social-loans-for-project-finance> (consultado em agosto de 2022)
- FERREIRA, Abel Sequeira, (2020), “A cultura empresarial no governo das sociedades: breve introdução”, in *Administração e governação das sociedades*, Paulo Câmara et alii (coord.), Almedina, Coimbra, pp. 183-228.
- FINANCIAL SERVICES AGENCY OF JAPAN, (2021), *Social Bond Guidelines*, in <https://www.fsa.go.jp/news/r3/singi/20211026-2/02.pdf> (consultado em setembro de 2022)
- FLAMMER, Caroline, (2021), “Corporate green bonds”, *Journal of Financial Economics*, vol. 142, pp. 499–516.
- FLOOD, Chris, (2022), *Fears rise over ‘greenwash’ bonds*, in <https://www.ft.com/content/178449a7-8897-4359-b23a-e85524c3e227> (consultado em março de 2023)
- FURIÓ, Elisabet, (2018), *Green loans and Green Loan Principles*, in <https://www.bbva.com/en/green-loans-and-green-loan-principles/> (consultado em agosto de 2022)
- GAO, Yun e SCHMITTMANN, Jochen, (2022), *Green Bond Pricing and Greenwashing under Asymmetric Information*, Working Paper, International Monetary Fund
- GIRÁLDEZ, Juan e FONTANA Stephanie, (2021) *Sustainability-Linked Bonds: The Next Frontier in Sovereign Financing*, in <https://ssrn.com/abstract=3829946> (consultado em julho de 2022)
- GOLD, Russel, (2019), *PG&E: The First Climate Change Bankruptcy, Probably Not the Last*, in <https://www.wsj.com/articles/pg-e-wildfires-and-the-first-climate-change-bankruptcy-11547820006> (consultado em março de 2023)

GROUPE D'EXPERTS SUR LA FINANCE DURABLE, (2019) *Mobiliser la finance pour une croissance durable: rapport final*, in http://publications.gc.ca/collections/collection_2019/eccc/En4-350-2-2019-fra.pdf (consultado em novembro de 2022)

HO, Virginia Harper, (2022), “Modernizing ESG disclosure”, *University of Illinois Law Review*, n. ° 1, pp.277-356

HOFINGER, Johannes (2022) *The imminent arrival of the Green Asset Ratio*, in <https://blog.frankfurt-school.de/green-asset-ratio-ante-portas/> (consultado em julho de 2022)

ICMA, (2014), *Green Bond Principles*, in <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp/> (consultado em agosto de 2022)

ICMA, (2017), *Social Bond Principles*, in <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/social-bond-principles-sbp/> (consultado em agosto de 2022)

ICMA, (2017), *Sustainability Bond Guidelines (SBG)*, in <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/sustainability-bond-guidelines-sbg/> (consultado em agosto de 2022)

ICMA, (2020), *Climate Transition Finance Handbook*, in <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/climate-transition-finance-handbook> (consultado em outubro de 2022)

ICMA, (2020), *Sustainability-Linked Bond Principles*, in <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/sustainability-linked-bond-principles-slbp/> (consultado em agosto de 2022)

- ICMA, (2021), *Guidelines for Green, Social, Sustainability and Sustainability-Linked Bonds External Reviews*, in <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/external-reviews/> (consultado em outubro de 2022)
- IRWIN, Oliver e RODRIGUEZ MARIN, Fernando J. (2020) *Green Loans and Sustainability Linked Loans: New Guidance to the Green Loan Principles and Sustainability Linked Loan Principles jointly issued by the LMA, the LSTA and the APLMA*, in [:https://bracewell.com/insights/green-loans-and-sustainability-linked-loans-new-guidance-green-loan-principles-and](https://bracewell.com/insights/green-loans-and-sustainability-linked-loans-new-guidance-green-loan-principles-and) (consultado em agosto de 2022)
- JORNAL ECONÓMICO, (2022), *ESG: que transformação estrutural traz às empresas?*, in <https://jornaleconomico.pt/noticias/esg-que-transformacao-estrutural-traz-as-empresas-veja-o-falar-direito-921989> (consultado em agosto de 2022)
- KASSEAN, Anita (2021), *Sustainability Lending and Finance: Key Issues Examined*, in <https://www.blakemorgan.co.uk/sustainable-lending-and-finance-key-issues-examined/> (consultado em agosto de 2022)
- KIDNEY, Sean *et alii.*; (2012), “Climate bonds – the investment case” in *Investment Opportunities for a Low-Carbon World*, Will Oulton; 2ª ed., *Blue Ibx*, pp. 241 a 249
- KIM, Sehoon *et alii.*, (2022), *Sustainability-linked loans: A strong ESG commitment or a vehicle for greenwashing?* in <https://www.unpri.org/pri-blog/sustainability-linked-loans-a-strong-esg-commitment-or-a-vehicle-for-greenwashing/10243.article> (consultado em agosto de 2022)
- KIM, Sehoon *et alii.*, (2022), *ESG Lending, working paper, European Corporate Governance Institute*

- KOCH, Lisa e MURPHY Mary-Frances, (2021) Sustainable financing and overcoming the risks of “greenwashing”, in <https://www.nortonrosefulbright.com/en/knowledge/publications/fff1b355/sustainable-financing-and-overcoming-the-risks-of-greenwashing> (consultado em janeiro de 2023)
- KÖLBEL, Julian e LAMBILLON, Adrien-Paul, (2022), *Who Pays for Sustainability? An Analysis of Sustainability-Linked Bonds*, in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4007629 (consultado em setembro de 2022)
- KRUEGER, Philipp; SAUTNER, Zacharias e STARKS, Laura T., (2019), *The Importance of Climate Risks for Institutional Investors*, Swiss Finance Institute Research Paper
- LACKMANN, Julia, ERNSTBERGER, Jürgen e STICH Michael, (2012), “Market Reactions to Increased Reliability of Sustainability Information”, *Journal of Business Ethics*, vol. 107, pp. 111 a 128
- LANZA, Ariel; BERNARDINI, Enrico e FAIELLA, Ivan, (2020), “Mind the gap! Machine Learning, ESG Metrics and Sustainable Investment”, *Bank of Italy Occasional Paper n. ° 561*
- LARCKER, David F. e WATTS, Edward M., (2020), “Where's the greenium?”, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 69
- LEITÃO, Luís Menezes, (2018), *Direito das Obrigações III*, 12ª edição, Almedina, Coimbra
- LEUNG Victor, WAN Wilson e WONG Joe, (2022), *Greenwashing in the Corporate Green Bond Markets*, in <https://www.hkma.gov.hk/media/eng/publication-and-research/research/research-memorandums/2022/RM08-2022.pdf> (consultado em março de 2023)

- LISTER, Christopher, (2021), *An overview of Green and Sustainable Lending*, in <https://gateleyplc.com/insight/in-depth/an-overview-of-green-and-sustainable-lending/> (consultado em agosto de 2022)
- LOTHMAN, Jessica S. e FURLONG Heidi M., (2022), *ESG Best Practices regarding Social Washing from the Loan Syndications and Trading Association*, in <https://www.foley.com/en/insights/publications/2022/05/esg-best-practices-social-washing-loan-trading> (consultado em agosto de 2022)
- LYON, Thomas e MAXWELL, John, (2011), “Greenwash: corporate environmental disclosure under threat of audit”, *Journal of Economics & Management Strategy*, vol. 20, pp. 3-41
- LYON, Thomas e MONTGOMERY, A. Wren, (2015), “The means and end of greenwash”, *Review of the Literature on Organizations and Natural Environment*, vol. 28, pp. 223-249
- MACHADO, Miguel da Câmara, (2022), “It’s not easy bein’ green? (não é fácil ser verde?): Algumas dúvidas, medos e ansiedades sobre as dificuldades em saber o que são e como se cumprem os deveres “ESG” nos mercados financeiros, no final de 2022”, *Revista de Direito Financeiro e dos Mercados de Capital*, vol. 4, n.º 14, pp. 617-633
- MARQUETTE, Vanessa e LIBREGTS, Sarah, (2021), *New ESG-kid in town: Global loan market associations launch Social Loan Principles*, in <https://www.loyensloeff.com/insights/news--events/news/new-esg-kid-in-town-global-loan-market-associations-launch-social-loan-principles/> (consultado em agosto de 2022)
- MARQUIS, Christopher; TOFFEL Michael e ZHOU, Yanhua, (2016), “Scrutiny, norms, and selective disclosure: a global study of greenwashing”, *Organization Science*, vol. 27, pp. 483-504

- MCCOACH, Louise, (2021), *An introduction to green loans*, in [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/w-032-0188?originationContext=knowHow&transitionType=KnowHowItem&contextData=\(sc.RelatedInfo\)&firstPage=true](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/w-032-0188?originationContext=knowHow&transitionType=KnowHowItem&contextData=(sc.RelatedInfo)&firstPage=true) (consultado em agosto de 2022)
- MENG, Alan; CLEMENTS, Lee e CHUNG, Lily, (2022), *Navigating Social and Sustainability Bonds – Driving the transition towards a sustainable and resilient future*, in https://content.ftserussell.com/sites/default/files/navigating_social_and_sustainability_bonds.pdf (consultado em setembro de 2022)
- MORGAN STANLEY, (2017) *Behind the green bond boom*, in <https://www.morganstanley.com/ideas/green-bond-boom> (consultado em setembro de 2022)
- MYLLÄRI, Stella Maria e RAY, David, (2022), *Sustainability-linked bonds: A status check*, in <https://www.nordea.com/en/news/sustainability-linked-bonds-a-status-check> (consultado em agosto de 2022)
- NGUYEN, Martin, (2022), *The grass could be greener: The challenges facing sustainability linked loans in Australia*, in <https://www.gadens.com/legal-insights/the-grass-could-be-greener-the-challenges-facing-sustainability-linked-loans-in-australia/> (consultado em fevereiro de 2023)
- OLIVEIRA, Alexandre Norinho de; (2021), “Green Bonds: um instrumento financeiro com impacto ambiental”, *Revista de Direito Financeiro e dos Mercados de Capitais*, vol. 3, pp. 571-605
- PARK, Stephen, (2018), “Investors as regulators: green bonds and the governance challenges of the sustainable finance revolution” *Stanford Journal of International Law*, vol. 54, no. 1

PEARCE Fred, (2006), *Greenwash: Why 'Clean Coal' is the Ultimate Climate Change Oxymoron*, in <https://www.theguardian.com/environment/2009/feb/26/greenwash-clean-coal> (consultado em março de 2023)

PICARD, Nadja, (2021), *ESG: Identifying metrics that matter most*, in <https://www.pwc.com/gx/en/issues/esg/publications/identifying-metrics-that-matter-most.html> (consultado em novembro de 2022)

POVILONIS, Jonathan, (2022), “Contracting for ESG: Sustainability-Linked Bonds and a New Investor Paradigm”, *The Business Lawyer*, vol. 77

PWC (2020), *ESG matters - Driving change through Financial Reporting*, in <https://www.pwc.com/my/en/assets/publications/2020/esg-matters-driving-change-through-financial-reporting.pdf> (consultado em outubro de 2022)

PWC LUXEMBOURG, (2021), *Green, Social, and Sustainability (linked) Bonds – the role of a verifier/certifier*, in <https://www.pwc.lu/en/sustainable-finance/docs/pwc-green-social-and-sustainability-linked-bonds.pdf> (consultado em agosto de 2022)

RAJAPAKSE, Laura (2020) *Towards a greener lending future: The emergence of sustainability-linked loans*, in <https://www.acuitykp.com/blog/towards-a-greener-lending-future-the-emergence-of-sustainability-linked-loans/> (consultado em agosto de 2022)

RATTRAY, Alistair e MCVEY Amy (2022), *Sustainability-Linked Lending and the future*, in <https://www.burges-salmon.com/news-and-insight/legal-updates/sustainable-finance/sustainability---linked-lending-and-the-future> (consultado em agosto de 2022)

- RODLEY, Iain (2020), *Green loans and sustainability-linked loans: what is the difference?* In <https://www.addleshawgoddard.com/en/insights/insights-briefings/2020/financial-services/green-loans-and-sustainability-linked-loans-what-is-the-difference/> (consultado em agosto de 2022)
- ROSS, Ulrik, (2016) *Social Bonds*, in <https://www.gbm.hsbc.com/-/media/gbm/reports/insights/social-bonds.pdf> (consultado em agosto de 2022)
- RUMPF, Gudrum, (2019), *A Decade of Green Bonds - the Origins, the Present and the Future*, in https://www.researchgate.net/publication/334194432_A_Decade_of_Green_Bonds_-_the_Origins_the_Present_and_the_Future (consultado em setembro de 2022)
- SÁ, Mafalda de, (2022), “ESG and Banks: Towards Sustainable Banking in the European Union”, in *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*, Paulo Câmara e Filipe Morais (coord.), Palgrave Macmillan, pp. 375-398
- SANCHES; Diogo Miguel Assunção de Freitas, (2021), “Sustentabilidade no mercado de capitais – papel das *green bonds*” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários sobre os 20 Anos do CVM*, CMVM (coord.), Almedina, Coimbra, pp. 875 a 884
- SARTZETAKIS, Eftichios, (2020), “Green bonds as an instrument to finance low carbon transition”, *Economic Change and Restructuring* vol. 54, pp. 755 a 779
- SCHMITTMANN, Jochen e CHUA, Han Teng, (2021), *How Green are Green Debt Issuers? working paper, IMF Working Paper Series*
- SCHOENMAKER, Dirk, (2019), *A Framework for Sustainable Finance*, in <https://ssrn.com/abstract=3125351> (consultado em julho de 2022)

- SCHULLER, Maureen (2021) *Green asset ratios What's in store for banks?* in <https://think.ing.com/reports/green-asset-ratios-whats-in-store-for-banks> (consultado em julho de 2022)
- SCHUMACHER, Kim, (2020), “Green Bonds: The Shape of Green Fixed Income Investing to Come”, *The Journal of Environmental Investing*, vol. 10, pp. 5-29
- SEYMOR, Anne; DRAPER, Thomas e HENDERSON, Malcolm, (2021), *What Is a Sustainability-Linked Loan, and Should My Company Get One?*, in <https://foleyhoag.com/publications/alerts-and-updates/2021/july/what-is-a-sustainability-linked-loan-and-should-my-company-get-one> (consultado em agosto de 2022)
- SHISHLOV, Igor., MOREL, Romain e COCHRAN, Ian, (2016), “Beyond transparency: Unlocking the full potential of green bonds”, *Institute for Climate Economics Report*
- SHUREY, Dan, (2016), *Guide to Green Bonds on the Bloomberg Terminal*, in https://data.bloomberglp.com/bnef/sites/14/2017/08/BNEF_RN_Green-Bonds-2016.pdf (consultado em agosto de 2022)
- SIMETH, Nagihan, (2022), “The value of external reviews in the secondary green bond market”, *Finance Research Letters*, vol. 46, part A
- STANFIELD, Andrew (2018), *The rise of green loans and sustainability linked lending*, in <https://www.linklaters.com/pt-pt/insights/thought-leadership/sustainable-finance/the-rise-of-green-loans-and-sustainability-linked-lending-where-are-we-now> (consultado em agosto de 2022)
- TACHEV, Viktor, (2022), *Green Bonds: Sustainable Financing Tools or a Greenwashing Weapon?*, in <https://energytracker.asia/green-bonds/> (consultado em março de 2023).

TANG, Dragon Yongjun e ZHANG, Yupu, (2020), “Do shareholders benefit from green bonds?” *Journal of Corporate Finance*, vol. 61

UL GLOBAL NETWORK, (2010), *The sins of Greenwashing*, in https://www.twosides.info/wp-content/uploads/2018/05/Terrachoice_The_Sins_of_Greenwashing_-_Home_and_Family_Edition_2010.pdf (consultado em março de 2023)

WILMSEN, Martin, (2021), "*Green Loans*" or "*Sustainability Linked Loans*" - an overview, in <https://www.dlapiper.com/pt/portugal/insights/publications/2021/10/esg-challenges-in-real-estate-ahead-of-cop26/green-loans-or-sustainability-linked-loans-an-overview/> (consultado em agosto de 2022)

WORLD BANK, (2015), *What are Green Bonds?* in <https://documents1.worldbank.org/curated/en/400251468187810398/pdf/99662-REVISED-WB-Green-Bond-Box393208B-PUBLIC.pdf> (consultado em setembro de 2022)

WORLD BANK, (2017), *The World Bank Green Bond Process Implementation Guidelines*, in <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/217301525116707964-0340022018/original/GreenBondImplementationGuidelines.pdf> (consultado em setembro de 2022)

WORLD BANK, (2018) *Green Bond Impact Report 2018 – 10 Years of Green Bonds*, in <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/916521543500726747-0340022018/original/reportimpactgreenbondlowre2018.pdf> (consultado em setembro de 2022)