

**ATIVOS ESG (ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE): EVOLUÇÃO E  
MOMENTO ATUAL DOS TÍTULOS VERDES (GREEN BONDS)**

Helena I.B. Saraiva

Professora Adjunta - Instituto Politécnico da Guarda

Cristina Casalinho

Presidente do IGCP - Agência IGCP

**Palavras-Chave:** Obrigações Verdes, Mercados Financeiros, Obrigações sustentáveis, *Green Bond Standard*, Harmonização.

## **Ativos ESG (*Environmental, Social and Governance*): evolução e momento atual dos Títulos Verdes (*Green Bonds*)**

### **Introdução**

Neste trabalho será descrito o contexto de aparição das obrigações verdes, que se enquadram no contexto dos ativos ESG (*Environmental, Social and Governance*), e da sua subsequente evolução até aos dias de hoje. Assim os antecedentes desta revisão das fases e momentos pelos quais passaram, até à data, relacionam-se com o conceito mais alargado de ativos ESG.

Aparentemente, apesar de existir um conjunto de trabalhos científicos e académicos acerca do funcionamento dos mercados ESG, a questão da adoção de um referencial de sustentação à apresentação da informação necessária para o funcionamento desses mercados de forma transparente e sustentada não tem sido alvo de análise. Desta forma, o presente trabalho pretende contribuir para iniciar a colmatar essa lacuna da literatura, ao fazer uma revisão sobre o estado da arte relativamente às soluções práticas conducentes à existência de um *framework* de produção e divulgação de informação, apresentadas e em implementação no espaço europeu. Trata-se de um trabalho de revisão de literatura científica e técnica, e da correspondente sistematização da informação sobre a temática em análise.

Iniciaremos, após a introdução, pelo enquadramento desse mesmo conceito, no ponto *Enquadramento e Contextualização*.

No ponto seguinte iremos desenvolver o foco principal do tema do trabalho, documentando o contexto de apresentação das obrigações verdes e dos objetivos que nortearam a sua aparição.

Posteriormente passaremos a uma análise das iniciativas de normalização relacionadas com este tipo de ativos e a sua respetiva emissão.

Finalmente iremos debruçar-nos sobre o processo de harmonização iniciado pelas autoridades europeias, no âmbito do qual surgem as primeiras propostas de *EU Green Bond taxonomies*, apresentadas pelo TEG (*Technical Expert Group*) e pela proposta da Comissão Europeia relativa à criação do referencial normativo europeu das obrigações verdes (*European Green Bond Standard*).

O processo de Harmonização é uma peça fundamental no *puzzle* do desenvolvimento deste mercado e a Europa parece estar a tomar a dianteira no mesmo.

A iniciativa europeia de obrigações verdes compreende uma Taxonomia Europeia, o padrão europeu para as obrigações verdes, os aspetos de transparência e divulgação de Informação, assim como pretende assumir uma referência na emissão de carbono.

Nesta secção de desenvolvimento do tema serão ainda apresentados os objetivos definidos pelas autoridades europeias com vista ao desenvolvimento deste mercado, tendo em atenção o conteúdo do Plano Europeu para o Financiamento Sustentável, originalmente designado por *Sustainable Finance Plan*. Já em julho de 2021, no âmbito do quadro do *European Green Deal*, a Comissão Europeia anunciou uma estratégia renovada das finanças sustentáveis. Com este último desenvolvimento, pretende-se estender taxonomia, quadro normativo e rótulo das finanças sustentáveis ao

reconhecimento dos esforços a favor da transição. Deseja-se ainda que o sistema financeiro se torne mais resiliente aos riscos associados às alterações climáticas.

O plano original de 2018 , recentemente renovado e ampliado, envolvia diversos aspetos, tais como o estabelecimento da Taxonomia Europeia de forma clara e detalhada, a criação de um Padrão Europeu de Obrigações Verdes e etiquetas para produtos financeiros, o fomento do Investimento em Projetos Sustentáveis, a incorporação da sustentabilidade na Gestão de Risco, a introdução de um "fator de apoio verde" nas regras prudenciais de bancos e seguradoras e a promoção da transparência e da visão de longo prazo, através da divulgação de informação sustentável e do reforço do governo sustentável das entidades.

Será ainda feita uma análise das tendências recentes nas quais uma marcada evolução inicial gerada da parte da oferta, foi em poucos anos substituída pela pressão da procura nos últimos tempos, mesmo apesar da Pandemia Covid 19.

No ponto seguinte será tratada a temática do *desenvolvimento das iniciativas integradas no processo de harmonização*, na prática, e das Recomendações que se prevê que tenham de estar concluídas até ao final de 2022, nomeadamente quanto à Taxonomia Europeia, ao *Green Bond Standard* Europeu, à *Disclosure* de Informação e ao *Low Carbon Benchmarking*.

Os objetivos deste trabalho são apresentar uma resenha de um dos principais desenvolvimentos do mercado de ativos ESG na Europa, identificando os seus momentos mais determinantes, assim como as principais tendências de evolução dos mercados quer em termos de passado, quer em termos de futuro. Pretendemos ainda com o presente trabalho contribuir para iniciar a clarificar as principais etapas da eventual transformação e absorção dos anteriores tipos de obrigação, criando assim uma nova categoria emergente de obrigações, tema de extrema relevância e ainda em processo de elaboração.

Assim a questão de investigação consiste em compreender como e porquê surgiram as obrigações verdes, ou seja, as causas e a finalidade da sua aparição. Tentaremos ainda responder ao quando e onde essas respostas têm surgido, dentro do espaço europeu, e quais as que irão surgir num futuro próximo, uma vez que este é um assunto em desenvolvimento na atualidade.

O trabalho finalizar-se-á com a identificação de oportunidades de investigação futura relativamente ao tema e com as conclusões do tema desenvolvido.

## **1 - Enquadramento e Contextualização**

Tentando enquadrar, de uma forma geral, a temática dos ativos ESG, podemos verificar que, sendo um tema emergente, os critérios para os classificar vêm sofrendo evolução através de alterações, ajustamentos e aperfeiçoamentos (Berg *et al.*, 2020; Saraiva, 2020; Giese *et al.*, 2019).

Numa perspetiva de criação de uma normalização ou *standardização* para um determinado setor, é natural que estes acontecimentos ocorram (Saraiva & Carqueja, 2018), nomeadamente quanto ao surgimento de um conjunto de normas que acomodem essa realidade, assim como ao processo de harmonização que normalmente sucede após esta primeira fase.

Por outro lado, a forte procura, nos últimos tempos, verificada relativamente aos fundos que investem de acordo com os princípios da ESG, torna a temática relevante, não só em termos económicos e financeiros, mas também académicos. Estes fundos atraíram fluxos líquidos de 71,1 mil milhões de dólares a nível mundial entre abril e junho de 2020, apesar da crise da Covid-19, empurrando os ativos sob gestão para estes fundos a um máximo histórico de mais de 1 trilião de dólares.

Já em períodos anteriores, os índices ambientais pareciam ser uma boa opção em relação à alocação de investimento internacional e à diversificação do investimento de longo prazo como uma alternativa aos índices tradicionais (Gabriel, 2019).

O aumento de interesse por parte da investigação académica tem paralelo no aumento maciço da importância da integração de dados dos ESG na indústria de gestão de investimentos (Berg *et al.*, 2020; Hartzmark & Sussman, 2019; Giese *et al.*, 2019).

Há ainda que levar em conta que atualmente, um número crescente de organizações considera fatores sociais e ambientais ao definir a sua estratégia (de Sousa Gabriel *et al.*, 2021), e quando as organizações não consideram as perspetivas dos diferentes *stakeholders*, ocorrem consequências negativas para a competitividade das empresas, a médio e longo prazo. Por seu lado, os mercados financeiros incorporaram progressivamente novas alternativas de investimento, em conformidade com este novo modelo de gestão.

O conceito de investimento sustentável é amplo e abarca diversos tipos de investimento mais específicos, tais como o chamado investimento de impacto, que combina investimentos de âmbito financeiro com objetivos sociais (trabalho e direitos humanos, entre outros); assim como o investimento verde, que considera objetivos ambientais (políticas ambientais, sistemas de gestão externa/interna, indicadores das alterações climáticas, resíduos sólidos, água, entre outros), para além dos financeiros. Este tipo de emissões de investimento tem atraído a atenção não só dos investidores, mas também das bolsas de valores. Como resultado, muitos produtos financeiros associados ao investimento verde têm surgido, o que acaba também por contribuir para este fenómeno do elevado crescimento dos respetivos níveis de investimentos em ativos ESG (de Sousa Gabriel & Rodeiro-Pazos, 2020; Giese *et al.*, 2019; Gabriel & Pazos, 2018).

Apesar de muita atenção prestada pelos investigadores à gestão de ativos ESG e respetivos benefícios financeiros é de notar que, embora igualmente importantes, as questões de como alcançar consistência ao integrar os critérios ESG e quais as metodologias a utilizar não receberam o mesmo nível de atenção. Como resultado, a integração dos referidos critérios tem sido aplicada de forma inconsistente e incompleta (Giese *et al.*, 2019).

Para combater esse tipo de cenário previsível as Nações Unidas apresentaram em 2006, os Princípios para um Investimento Responsável (UNPRI - *United Nations-supported Principles for Responsible Investment*), estabelecendo seis temas-chave para a integração de fatores ambientais, sociais e de governação na gestão dos ativos financeiros. Nessa altura é solicitado aos signatários desse documento (UN, s/d.), que incorporem os princípios ESG nas suas análises financeiras e processos de tomada de decisão e que incluam essas questões nas suas políticas e práticas de propriedade. A iniciativa PRI (*Principles for Responsible Investment*), forneceu ainda orientações sobre como os investidores institucionais poderiam integrar os conceitos ESG nos seus processos de gestão de ativos.

Desde 2006 houve uma forte evolução quer no número de signatários, quer em número de países intervenientes nesta iniciativa, quer ainda em valor, representando a mesma cerca de 59 triliões de dólares em ativos, em 2019 (UN, 2019).

No início de 2020 o número de signatários proprietários de ativos da iniciativa PRI atinge o marco de 500, apresentando um crescimento assinalável, cuja tendência se verifica a um ritmo anual acima dos 20% (Saa, 2020), com um valor correspondente 90 triliões de dólares, representando uma notável evolução em ambas as perspetivas.

Outros marcos importantes na evolução do investimento sustentável foram, no início da década de setenta do século XX, o lançamento do *Pax World Fund*, primeiro fundo mútuo socialmente responsável, nos Estados Unidos; na década de oitenta, o desinvestimento na África do Sul, devido aos protestos contra o *apartheid*; o lançamento, no início da década de noventa do *Domini 400 Social Index*, um dos primeiros índices de responsabilidade social; ainda quase no final da mesma década, o Reino Unido publica o primeiro Código de Governança Corporativa e são lançados os Índices de Sustentabilidade da *Dow Jones*, nos Estados Unidos. Já no século XXI, nos primeiros anos, a farmacêutica multinacional britânica GlaxoSmithKline, reduz o custo de medicamentos para o tratamento da Síndrome da Imuno Deficiência Adquirida, nos países em desenvolvimento, devido à pressão de ativistas e acionistas; depois do lançamento dos PRI, em meados da primeira década deste século, o Banco Mundial emite o primeiro título verde e, a meio da segunda década, as Nações Unidas formulam os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), os quais começam atualmente a assumir relevância, do ponto de vista dos investidores.

## **2 – Obrigações verdes: objetivos que nortearam o seu aparecimento**

De uma forma geral, a classe de ativos designada por ESG inclui os títulos verdes, os sustentáveis e os sociais. O investimento ambiental, social e de governação empresarial centra-se em empresas que apoiam a proteção ambiental, a justiça social e as práticas de gestão ética. Os investidores dos ESG valorizam o retorno financeiro, no entanto, não dão apenas prioridade aos lucros, mas também pretendem apoiar as empresas que se enquadram nos seus referenciais éticos.

Uma das formas clássicas de distinguir os ativos ESG é a baseada na divisão das três vertentes, embora também possam ser entendidos como a combinação das mesmas.

A classificação sistemática e a definição de itens qualificados é denominada por "taxonomia", e no caso de classificar e definir ativos verdes, a mesma pode ser designada desta forma por estar *alinhada com questões climáticas* ou por *taxonomia verde* ou pela expressão *finanças sustentáveis*, quer seja identificando bens que abordam apenas as alterações climáticas, ou benefícios ambientais mais vastos, ou alternativamente benefícios ou impactos sociais e ambientais (CBI, 2019).

Quanto às obrigações verdes, a história deste tipo de ativos teve início em 2007 com emissões realizadas pelo Banco Europeu de Investimento (BEI ou EIB na sigla inglesa) culminando, recentemente, em novas categorias, como por exemplo: *título de transição* e *sustainability linked bonds* (com retorno indexado ao cumprimento de metas definidas por *Key Performance Indicators* (KPI). ambientais ou outros), e a proliferação de emissões pelas entidades soberanas europeias, ainda que previamente à existência de um *standard*, ou seja, sem um padrão ou normativo harmonizado.

A necessidade de harmonização e mais ainda, de normalização, conduz a uma outra de regulação das obrigações verdes. Assim, surgiram diversas iniciativas a diferentes níveis: regionais, nacionais e internacionais, no sentido de definir padrões de base para definir a elegibilidade dos ativos dentro da categoria pretendida.

Em 2010 foi criado o primeiro *Green Bond Standard*, pela CBI (*Climate Bonds Initiative*).

Foi também determinante o desenvolvimento do mercado impulsionado pelo surgimento de outro dos primeiros esforços de normalização através da definição de um *standard*, com os princípios de emissões verdes pela ICMA (*International Capital Market Association*), apresentados num documento designado por *Green Bond Principles*, inicialmente em 2014 e depois várias vezes revisto (em 2016, 2017, 2018 e a mais atual, em 2021), que continuam linhas de atuação sobre o relato e a divulgação, visando a transparência dos mercados.

Os Princípios (GBP) são um conjunto de quadros de referência voluntários com a missão e a visão declaradas de promover o papel que os mercados globais de capitais da dívida podem desempenhar no financiamento do progresso para a sustentabilidade ambiental e social. São assim um conjunto de diretrizes para o processo voluntário de emissão de obrigações verdes para auxiliar a identificar os tipos mais comuns de projetos e ativos verdes e a determinar a elegibilidade de projetos verdes e requisitos de reporte.

Os GBP foram planeados de forma a serem abrangentes e a fornecer aos emissores orientação sobre as quatro perspetivas principais envolvidas na emissão de um título verde:

- a utilização dos fundos: como é aplicado o capital em projetos verdes com objetivos ambientais claros, e de que forma o emitente pode monitorizar e quantificar os benefícios ambientais; a avaliação sobre o que é considerado projeto ambiental verde é realizada pelas próprias entidades emitentes, apesar de os tipos de projetos que são financiados no mercado serem listados;
- a avaliação e seleção dos projetos: o processo para esta finalidade deve detalhar a forma de comunicação aos investidores acerca do objetivo ambiental, assim como definir os procedimentos para categorizar e determinar os critérios de elegibilidade e a forma como será realizada a gestão dos riscos associados, devendo ser submetida a um processo de supervisão externo;
- a gestão dos fundos: a forma como o capital é aplicado e distribuído entre projetos, assim como as suas formas de monitorização interna e de ajustamento, sendo também alvo de supervisão externa;
- o reporte: ou seja a divulgação da informação sobre os fundos aplicados e os impactos ambientais desejados relativamente aos projetos, com atualização regular, com utilização de indicadores de desempenho qualitativos e quantitativos.

Uma vez que o caráter destas perspetivas se baseia no princípio de aplicação voluntária, as recomendações não exigem, como é óbvio, a supervisão externa mencionada em alguns dos pontos anteriores, apenas apontam nesse sentido.

Numa primeira fase, o mercado é dominado por emitentes ou entidades supranacionais, das quais o primeiro exemplo é avançado, tal como foi já referido, pelo BEI (Banco Europeu de Investimento), no ano de 2007, que realiza a primeira emissão com o

objetivo declarado de promover a proteção do clima. De acordo com documentação de divulgação emitida pela instituição:

“(...) o Banco que promove os objetivos europeus, detido pelos Estados-Membros da UE (...), planeia emitir uma nova obrigação em euros que combina características inovadoras centradas na proteção climática (...). Esta emissão (...), é a primeira obrigação a ser vendida através de oferta pública em todos os 27 Estados-Membros da UE”.

Fonte: EIB (2007)

Ainda no mesmo documento é evidenciado o papel de liderança na temática das alterações climáticas, assumido pela UE e consubstanciado na publicação pela Comissão Europeia em janeiro de 2007 do documento designado por *An Energy Policy for Europe* e do Plano de Ação para a política energética adotado pelo Conselho Europeu em março de 2007.

Esta emissão foi assumida como uma espécie de *papel pedagógico para outros emissores*, ou um exemplo a ser seguido por outras entidades emissoras.

No ano imediatamente seguinte, em 2008, é a vez do Banco Mundial fazer a sua primeira emissão de obrigações verdes, seguindo a senda anteriormente iniciada pelo BEI. De acordo com Tu *et al.* (2020), e Febi *et al.* (2018), o conceito de obrigação verde foi introduzido pelo Banco Mundial como uma forma de ajudar os países de todo o mundo a angariar capital e financiar projetos concebidos para combater a poluição atmosférica e as alterações climáticas globais.

Entre 2008 e 2012 as entidades supranacionais continuaram a emitir obrigações verdes, apesar de nem a definição nem as convenções de nomenclatura se encontrarem estabelecidas. Neste campo, as entidades referidas assumiram um papel muito relevante no programa de desenvolvimento do mercado de capitais, pois fora do âmbito destas entidades, nomeadamente no âmbito das privadas, aparentemente não existia interesse neste mercado porque não era claro para os emissores privados como poderiam obter ganhos com essas emissões.

No entanto, nos anos seguintes, entre 2013 e 2014, o lançamento dos princípios GBP funcionou como um catalisador para o mercado dos privados. Com estes princípios surgiram linhas de atuação para a definição das características de uma obrigação verde, permitindo aos emitentes a sua classificação, atendendo a aspetos com ênfase na transparência (através da definição e da utilização de processos e elementos de relato), e na governação, focalizando nas áreas da gestão de receitas e de avaliação de impacto.

Assim, pode verificar-se o papel relevante que uma iniciativa de normalização assumiu no desenvolvimento da realidade económica, financeira e social que a mesma retrata. No caso específico agora analisado, é importante relevar que, ao contrário do que acontece mais usualmente no campo da uniformidade das práticas contabilísticas, se parte do âmbito mais geral (supranacional), para o âmbito mais específico (entidades privadas), que embora possam assumir-se como de vocação internacional (estas últimas), têm normalmente, bases nacionais. Assim, neste contexto mais geral, a ideia da separação entre normalização e harmonização relativamente à evolução da informação contabilística (Guerreiro *et al.*, 2015; Saraiva *et al.*, 2015; Giner & Mora, 2001; Cañibano & Mora, 2000), não parece aplicar-se. Nesta situação específica, não parecem corresponder a conceitos diferenciados entre si, mas antes que, partindo-se

de um objetivo de harmonização, se tenta chegar à normalização. Neste caso o papel da harmonização parece ser o de induzir a normalização, ao contrário daquele que é considerado o percurso normal: partir da normalização para a harmonização formal ou *de jure*, para a harmonização material ou de facto (Giner & Mora, 2001; Cañibano & Mora, 2000).

Neste sentido, parece ser sentida, premente e essencial a necessidade de harmonização, essencialmente como resultado da globalização do funcionamento da economia e, por arrastamento, do funcionamento dos mercados financeiros – mais concretamente dos investimentos nas bolsas de valores internacionais. A este nível a base é precisamente a dos mercados financeiros globais, surgindo a preocupação com um processo que tornasse disponível, acessível e inteligível a informação financeira, ambiental, social e de governação das empresas e organizações a qualquer stakeholder. Para além destes aspetos, o objetivo mais profundo é ir além da mera informação histórica formal, procurando através da exigência de relatórios de impacto disponibilizar instrumentos de avaliação da eficácia dos esforços prosseguidos, numa tentativa de responsabilização das entidades pela obtenção da sustentabilidade.

Esta situação conduziu a que no período seguinte, entre 2015 e 2017, o mercado entrasse em crescimento, aumentando o interesse, quer dos emitentes, quer dos investidores.

O interesse foi aguçado quer graças ao Acordo de Paris sobre o Clima, quer pela atenção que a imprensa passou a dar a desastres e fenómenos naturais que colocam em evidência a temática das alterações climáticas. Fenómenos climáticos atípicos tornaram-se, aparentemente, mais comuns e identificáveis. Surgiram assim compromissos soberanos e compromissos empresariais para com este mercado, pois o conhecimento relativamente ao que corresponde e como pode ser definido um produto verde, significa que os investidores podem escalar o seu interesse, o que, por sua vez, pode encorajar os emitentes a visar estes investidores. Estas circunstâncias tiveram como consequência o aumento da diversificação dos investidores e geraram um crescimento recorde em 2014-2017, superior a 150 mil milhões de dólares, que persiste, antecipando-se novo máximo histórico em 2021.

Ultrapassando a fase em que era necessário perceber o significado da designação de produto financeiro verde, o mercado avançou para a definição concreta do que é, de facto, um produto verde. Isto implicou a formalização de uma referência a uma taxonomia baseada na investigação científica, tal como a taxonomia da UE e uma especialização crescente, a fim de evitar a lavagem verde ou a existência de capital verde mal direcionado.

De um modo geral verificaram-se duas tendências opostas: as normas globais divergentes que existiam, ou convergiram para fazer um produto global escalável, ou continuam a ser regionalizadas com liquidez e interesse divergentes, impulsionados pelos investidores. O mercado atinge o seu próximo ponto de inflexão, em que normas verdes mais rigorosas consolidam a credibilidade do produto ou, paralelamente, conduzem a espirais de custos e a um incentivo reduzido à emissão.

Uma linha tão fina requereu uma abordagem de baixo para cima, partindo do mercado, tal como aconteceu com a iniciativa da ICMA, e em simultâneo, uma norma regulamentar de cima para baixo a fim de emitir conformidade com o que poderiam ser simplesmente os critérios voluntários, que se não fossem cumpridos, poderiam retirar credibilidade do mercado, devido ao desinteresse pelo produto e à renúncia a



compromissos. Esta abordagem do topo para a base será em seguida analisada no ponto seguinte deste trabalho.

### **3 - Processo de Harmonização relativo às Obrigações Verdes**

Neste âmbito, as iniciativas da União Europeia (UE) têm assumido um papel de liderança quanto à criação e desenvolvimento de legislação e regulamentação base para as finanças sustentáveis no seu espaço de influência.

Em março de 2018 apresentou o *Action Plan for Financing Sustainable Growth*, correspondendo ao objetivo de delinear uma estratégia para articular o financiamento com a sustentabilidade, com vista a cumprir o seu compromisso de limitar a aquecimento a 1,50c<sup>0</sup>, tal como estabelecido no acordo de Paris de 2015. Assumiu ainda a criação de padrões e de *ecolabels*, para produtos financeiros verdes, entre outros aspetos.

No mesmo ano foi criado o grupo de especialistas designado por TEG (*Technical Expert Group on sustainable finance*), o qual tinha por meta auxiliar nas áreas mais críticas do Plano de Ação, nomeadamente:

- a criação de um sistema de classificação uniforme para atividades económicas sustentáveis;
- a definição de uma norma europeia para as obrigações verdes: a *EU Green Bond Standard*, (EU-GBS);
- definição de *benchmarks* para estratégias de investimento de baixo carbono, tornando-se referência nesta área;
- definição de orientações sobre transparência e reporte de informação relacionada com o clima.

Durante o ano de 2020 foi aprovado o regulamento designado por *Taxonomy Regulation*, no qual é definida uma linguagem comum que permite a identificação e a classificação das atividades como *verdes*.

Atualmente encontra-se desenvolvida e em sistema de aplicação voluntária, foi publicada em julho 2021 a proposta de Regulação sobre obrigações verdes europeias, ou seja a norma voluntária europeia *European Green Bond Standard*, pois a União Europeia entende que a harmonização é uma peça fundamental no *puzzle* do desenvolvimento deste mercado estando a tomar a dianteira nesse âmbito.

Na senda desta posição aparentemente dominante surge inicialmente o Plano Europeu para o financiamento do crescimento sustentável, emitido pela Comissão Europeia. Este plano foi apresentado em março de 2018 e revisto em agosto de 2020, surgindo orientado em três eixos: o de reorientação de capitais para uma economia mais sustentável, a incorporação da sustentabilidade na Gestão de Risco e, finalmente, a promoção da transparência e de visão de longo prazo. Mais recentemente, em julho de 2021, a Comissão atualizou e alargou as suas propostas através da publicação da *Strategy for financing the transition to a sustainable economy*, com o objetivo de tornar a EU líder global na definição de referenciais e normas relativos ao financiamento sustentável.

No âmbito do primeiro eixo deste plano apresenta-se como prioritária a definição das já referidas taxonomia europeia para apresentação de conceitos de forma clara e detalhada, como meio de classificar as atividades sustentáveis, e da criação do padrão europeu para obrigações verdes e etiquetas (*labels*) para produtos financeiros; outros aspetos são a incorporação de preocupações de sustentabilidade no aconselhamento financeiro, fomentar o investimento em projetos sustentáveis e promover o desenvolvimento de referências sustentáveis.

No segundo eixo são considerados centrais os aspetos da sustentabilidade e da sua melhor integração na análise financeira e creditícia, a clarificação das obrigações dos gestores de ativos e dos investidores institucionais relativamente à sustentabilidade, assim como a introdução de um *fator de apoio verde* nas regras prudenciais dos bancos e das seguradoras.

Quanto ao terceiro eixo, é considerado fundamental o fortalecimento do processo da divulgação de informação sustentável, assim como o fomento do governo sustentável das entidades e combater a tendência de atuar essencialmente no curto prazo, para obter resultados rapidamente, verificada no mercado de capitais.

No entanto, a esta visão de curto prazo e à urgência que normalmente se encontra subjacente à obtenção de resultados rápidos para efeitos de avaliação por parte dos mercados financeiros, opõe-se outro tipo de Urgência: a que se impõe para o combate relativamente aos temas ambientais. Tal como é destacado no Relatório Técnico das taxonomias, emitido pelo TEG em março de 2020:

desde que iniciados os “(...) trabalhos do TEG em Junho de 2018, a urgência dos desafios ambientais que enfrentamos tem aumentado” (TEG, 2020a, *tradução dos autores*).

Por outro lado, outros atores institucionais de cariz mundial referem que esta urgência acerca dos riscos ambientais e climáticos é assumida por diversas entidades. De acordo com WEF (*World Economic Forum*), pela primeira vez na história, todos os "principais riscos a longo prazo por probabilidade" são ambientais, e as alterações climáticas são classificadas como a maior ameaça global (WEF, 2020).

### **3.1 O desenvolvimento das iniciativas integradas no processo de harmonização**

#### **3.1.1 Taxonomia**

Os trabalhos relativos ao desenvolvimento da taxonomia iniciaram-se em 2018, altura em que foi produzido um relatório de *feedback* antecipado, em dezembro do referido ano, tendo continuado no ano de 2019, durante o qual surgiu um relatório técnico, em junho, ambos pelo TEG. Estes trabalhos culminaram em março de 2020 com a apresentação do relatório técnico final da taxonomia. Para este resultado foram recebidos contributos da cadeia de investimento, de representantes do sector industrial, do meio académico, de peritos ambientais, da sociedade civil e de organismos públicos.

A definição do que deve ser considerado um projeto verde e das métricas e limiares relacionados com a mesma é uma das grandes preocupações relacionadas com os objetivos da taxonomia europeia. A definição da taxonomia dá aos emitentes e investidores maior clareza acerca das credenciais ecológicas reais dos títulos com etiqueta verde, ao fornecer aos emitentes e investidores uma lista abrangente de atividades de mitigação e adaptação que se qualificam como ambientalmente sustentáveis para fins de investimento, assim como uma lista de atividades elegíveis, bem como um conjunto de métricas e limiares em relação aos quais muitos podem ser

julgados, medidos utilizando emissões de GEE (Gases de Efeito de Estufa), de acordo com um limiar máximo definido. A taxonomia propõe ainda um princípio inovador: *Do no significant harm (DNSH)*, com o qual se pretende favorecer ou possibilitar a elegibilidade de atividades de transição para integrar emissões classificadas como verdes. Assim, atividades económicas com contributo relevante para o cumprimento de objetivos de mitigação ou adaptação de alterações climáticas, desde que não produzam danos significativos no que refere aos outros três objetivos pré-definidos<sup>1</sup>, são passíveis de integração no conjunto de atividades financiáveis por via de emissões verdes.

A preocupação com a integridade do mercado tem ganho visibilidade, justificando o esforço da Comissão Europeia. A este respeito, relevam as decisões da *US Securities and Exchange Commission* e da autoridade reguladora dos mercados financeiros alemã, *BaFin*, de investigação de alegada classificação incorreta de fundos de investimento ESG por parte de uma importante gestora de fundos de investimento germânica.

### 3.1.2 Green Bond Standard – Normalização Verde

A norma das obrigações verdes é uma iniciativa de mais alto nível do que a taxonomia, estabelecendo critérios para os emitentes poderem emitir uma Obrigação Verde da UE.

Esta norma inclui a adesão à taxonomia da UE, ao mesmo tempo que exige também que os emitentes tenham revisões de entidades externas. A apresentação de relatórios de resultados é exigida anualmente e existem regras que regem os modelos dos emitentes.

Este relatório final, publicado em junho de 2019, salienta que um dos obstáculos ao desenvolvimento do mercado de obrigações verdes é a falta de projetos e ativos verdes; no sentido de contrariar esta situação, tornam-se necessárias medidas políticas para aumentar os investimentos na economia real, pois os bens e infraestruturas verdes são essenciais para alcançar os objetivos definidos (TEG, 2019). No mesmo relatório são apresentadas dez recomendações para que a Comissão da UE ajude a estabelecer e fazer crescer o mercado de obrigações verdes da EU, que abrangem aspetos relacionados com a documentação, critérios de elegibilidade, alinhamento com a taxonomia, verificação por entidades externas, entre outros.

Assim, em 2019 o TEG publica a GBS da UE, recomendando a sua aplicação voluntária e ainda não consubstanciada em legislação. Em seguida, no ano de 2020 é publicado o Guia de Utilização, o qual proporciona orientações relativamente à implementação de um esquema de registo para as entidades externas que realizam a verificação, baseado no mercado. O projeto de modelo proposto associa a utilização dos procedimentos das Obrigações Verdes da UE ao Regulamento de Taxonomia da UE, que estabelece um sistema de classificação para atividades económicas ambientalmente sustentáveis. As obrigações verdes constituem uma parte limitada, mas crescente, do mercado total de obrigações com uma emissão de aproximadamente 257,7 mil milhões de euros em 2019 (com um crescimento de mais de 50% relativamente ao ano anterior) e esperando-se a continuidade do seu crescimento em períodos subsequentes.

Após a consulta pública entre doze de junho e dois de outubro de 2020, às partes interessadas sobre o apoio orçamental geral da UE e o trabalho do TEG, em julho de

---

<sup>1</sup> Os cinco princípios são: mitigação de alterações climáticas, adaptação a alterações climáticas, uso sustentável da água e proteção de recursos marinhos, transição para a economia circular, prevenção de desperdício e reciclagem, prevenção e controlo da poluição, proteção de ecossistemas saudáveis.

2021, com base no resultado da consulta, a Comissão apresentou uma proposta legislativa relativamente à GBS. A proposta de quadro normativo assenta em quatro exigências fundamentais: alinhamento com a taxonomia; transparência (total transparência relativamente à afetação de recursos através da publicação de relatórios de alocação detalhados); exigência de auditoria externa (todas as emissões terão de ser auditadas por um perito externo para validação de cumprimento com a regulação e alinhamento com a taxonomia); supervisão dos peritos externos pela ESMA (*European Securities Markets Authority*). O objetivo consiste na criação de um padrão ouro para as emissões verdes, o qual evitará o risco de incorreta classificação de obrigações, protegendo a integridade do mercado e garantindo que projetos ambientais genuínos obtêm financiamento.

De acordo com o relatório final do TEG (TEG, 2020b), durante o ano de 2021 a norma será aplicada em regime voluntário e a partir de início de janeiro de 2022, em ligação explícita à taxonomia, será de aplicação obrigatória.

### 3.1.3 Sustainable Finance Disclosure Regulation - Regulamento de Divulgação Financeira Sustentável

O SFDR (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*), ou Regulamento de Divulgação de Informação Financeira Sustentável faz parte do plano de ação da UE sobre finanças sustentáveis. O objetivo deste regulamento é proporcionar um padrão e conjunto de divulgações para facilitar as comparações entre investimentos e melhor informar investidores, assim como para canalizar o investimento para a área da sustentabilidade.

As regras de divulgação pretendem encorajar os investidores a considerar os fundamentos dos ativos ESG e foram concebidas para os incentivar a divulgar o seu compromisso com os mesmos, tornando-os mais conscientes dos riscos decorrentes de fatores relacionados com os ESG no processo. A divulgação tem também como objetivo ajudar a evitar a "lavagem verde", ou seja, a comercialização de falsos produtos verdes.

Os investidores devem revelar os procedimentos que têm em vigor para integrar os riscos dos ESG nas suas estratégias, o impacto potencial na rentabilidade decorrente desses riscos, e também a forma como as estratégias favoráveis aos ESG são implementadas.

O regulamento introduz os três seguintes tipos de divulgações de sustentabilidade: sobre o risco ao investimento colocado pelos fatores relativos a ESG (integração dos riscos de sustentabilidade); sobre o risco que o investimento representa para os elementos ESG (impactos adversos na sustentabilidade); sobre a fonte dos critérios ESG de acordo com os quais o produto é comercializado (informação relacionada com a sustentabilidade dos produtos).

Dependendo da regra, a divulgação aparecerá em um ou mais locais, tais como *websites* das entidades, relatórios periódicos relativos aos produtos financeiros, material promocional, documentação pré-contratual. Cada regra de divulgação tem características específicas, tais como o facto de ser voluntária ou obrigatória e se é pré-contratual, apresentada em *website*, ou se é exigida em relatórios periódicos.

A aplicação destas regras varia entre março de 2021 e janeiro de 2023, dependendo da situação específica que tenha de ser apresentada.

### 3.1.4 Benchmarks climáticos da UE

O regulamento de referência da UE sobre o clima visa reafectar capital para uma economia resiliente ao clima.

As novas regras foram concebidas para cumprir os objetivos formais da EU, nomeadamente o compromisso com a Agenda 2030 das Nações Unidas para o Desenvolvimento Sustentável, associada aos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), juntamente com o compromisso com o Acordo de Paris.

As novas regras fazem parte de um plano de financiamento sustentável mais amplo conduzido pela EU, que tem por objetivo desenvolver políticas conducentes a uma economia sustentável e resistente ao clima, canalizando o investimento para esforços sustentáveis.

Os regulamentos introduziram dois novos rótulos de referência com baixo teor de carbono, os CTBs (*Climate Transition Benchmarks*), ou *Benchmarks* para a Transição Climática, que podem ser vistos como instrumentos para acompanhar a transição para uma economia de baixo carbono e os PABs (*Paris-aligned Benchmarks*), *Benchmarks* alinhados pela UE relativos ao Acordo de Paris. Estas ferramentas podem ser utilizadas pelos investidores na linha da frente desta transição. A utilização de *benchmarks* de investimento permite aos gestores desta área aferir o desempenho dos seus produtos financeiros. A proposta da Comissão Europeia de criar dois *benchmarks*, um de baixo carbono e um de impacto positivo no carbono, deverá proporcionar clareza aos investidores relativamente ao desempenho comparativo.

Os objetivos destes *benchmarks* são os seguintes: fornecer um nível significativo de comparabilidade, permitindo simultaneamente aos administradores dos *benchmarks* flexibilidade na conceção da sua prática; proporcionar aos investidores uma ferramenta adequada de acordo com a sua estratégia de investimento; aumentar a transparência; prevenir a lavagem verde.

Os Regulamentos CTB e PAB preveem requisitos mínimos para que uma referência seja rotulada como CTB ou um PAB.

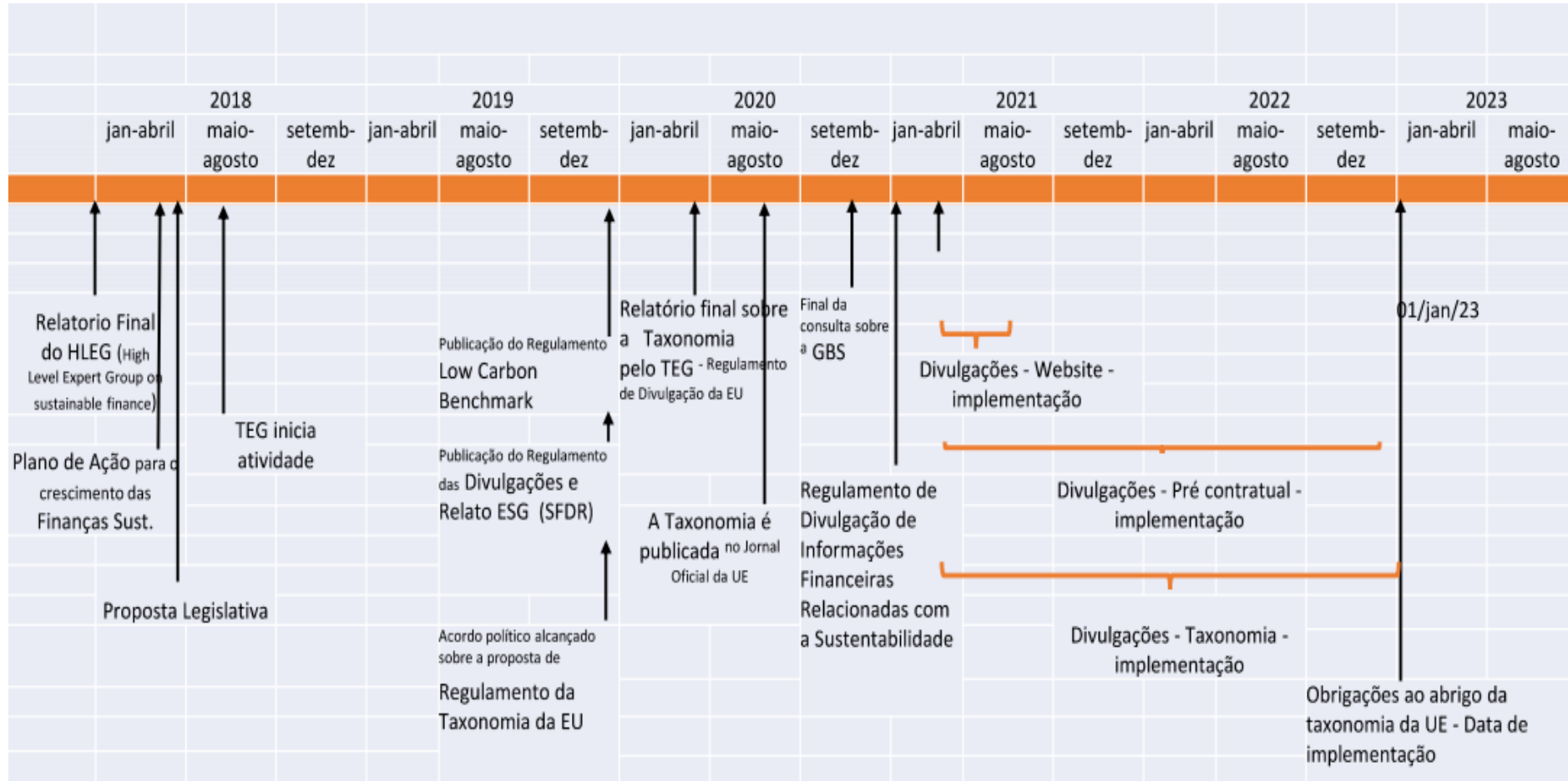
Se se tomar em consideração o texto legislativo, a Comissão reverá as normas mínimas dos *benchmarks* até 31 de dezembro de 2022, a fim de assegurar coerência com a taxonomia da UE.

### **3.2 Resumo da evolução**

Assim, de acordo com o já referenciado neste trabalho, iremos de seguida apresentar a Figura 1, com o resumo dos principais momentos respeitantes à solução normativa encontrada pela UE, que enforma o desenvolvimento de um processo de normalização relativo à temática dos ativos ESG, que tem por base uma noção de harmonização da informação relacionada com estes ativos.

Esta solução normativa enquadra momentos já ocorridos e outros ainda a ocorrer num futuro próximo, pois trata-se de uma iniciativa em desenvolvimento e que servirá para, de futuro, dar sustentação de forma sistemática, ao relato e divulgação da informação relativa às obrigações verdes.

Figura 1 - resumo dos principais momentos das iniciativas integradas no processo de harmonização



Elaboração própria

A figura apresentada é representativa das principais fases relacionadas com a temática apresentada e descrita nos subpontos anteriores. Assim, o processo específico de harmonização e o de normalização subjacente, terão uma duração de cerca de um quinquénio, quando considerados apenas os momentos relacionados com iniciativas mais específicas do âmbito da fase de normalização que se pretende que venha a sustentar a harmonização.

## **Conclusões**

No contexto da dinâmica mundial em mudança, os fatores ESG ganharam muita atenção dos investidores e o investimento em ESG tornou-se parte do universo do investimento principal. Com o desenvolvimento dos mercados ESG, há uma pressão considerável de todas as partes interessadas para uma maior transparência. Os investidores estão a envolver-se com empresas em questões de ESG, e as empresas estão a adaptar os seus produtos e processos aos critérios dos ESG.

Há também indícios de que a consideração dos fatores de sustentabilidade nas decisões de alocação de capital possa resultar numa melhor avaliação dos perfis de risco e de retorno dos produtos financeiros.

A incorporação dos ativos e dos conceitos ESG tornou-se agora uma norma de investimento. O conceito de investimento responsável é cada vez mais amplamente abraçado. Os PRI têm atualmente mais de 2.500 signatários e a divulgação anual destes signatários demonstra progressos significativos na implementação dos Princípios e mostra que os critérios de investimento responsável estão a ser cada vez mais aplicados ao investimento em geral. A incorporação de questões de ESG na análise de investimento e tomada de decisões tornou-se uma parte integrante do processo de investimento.

O grande esforço para enfrentar o desafio ambiental e restaurar a ordem social levado a cabo pela UE demonstra que esta assumiu claramente a liderança com o desenvolvimento de políticas ambiciosas, que culminam nos elementos de harmonização e de normalização da informação que subjaz à realidade dos ativos ESG e das obrigações verdes (Taxonomia, Acordo Verde, etc...). Desta forma, a UE está a assumir, desde logo, o estabelecimento de padrões globais a implementar.

A legislação da UE parece, assim, contribuir para impulsionar os deveres fiduciários dos investidores institucionais e gestores de ativos, exigindo-lhes que atuem no interesse dos seus beneficiários.

No entanto, existem também outras iniciativas implementadas noutras regiões, tais como os EUA, o Reino Unido e as principais economias asiáticas, juntamente com iniciativas da indústria.

Os quadros políticos e regulamentares estão a mudar para exigir a incorporação da ESG, em diversas geografias. Consequentemente, os regulamentos dos ESG estão a tornar-se mais um ponto focal, com os reguladores a apresentarem novas regras para governar o espaço ESG.

Neste trabalho exploratório e de revisão do estado da arte relativamente à iniciativa legislativa da UE conclui-se que, tal como é tradicionalmente verificado no espaço europeu, também nesta temática se assiste a uma iniciativa de base governamental e legislativa para impulsionar um processo de normalização e de harmonização.

O que é inovador neste caso, é que o processo de harmonização induz um processo de normalização de primeira linha. Pretendemos com esta última expressão evidenciar que não existiam, em regra, normas de carácter nacional previamente a normas de carácter mais geral. O que virá a ser implementado em seguida poderá ser precisamente o que enformará o processo de harmonização, ao efetuar-se o cascadeamento da GBS para as legislações nacionais dos países integrantes do espaço europeu. Neste sentido, este é um processo inovador no que à informação de carácter contabilístico respeita.

Noutras situações o mercado induziu a *standardização* e a harmonização. No caso atual a perspetiva da necessidade de harmonização teve efeito sobre os processos de normalização e mais ainda sobre a evolução dos mercados.

As limitações do trabalho atual poderão ser ultrapassadas em análises futuras, nomeadamente quanto ao grau e profundidade de utilização e de aplicação do normativo num futuro breve. Também o facto de este texto se debruçar sobre uma temática que é de âmbito muito genérico e alargado, pode ser colmatado em trabalhos a desenvolver futuramente sobre aspetos mais específicos e parcelares relacionados com a temática. Outra dificuldade tem ainda a ver com o facto de o processo de normalização ainda não se encontrar totalmente concluído. Importará ainda acompanhar e analisar como as presentes iniciativas de normalização e harmonização serão transpostas em termos de criação de uma referência de valor mobiliário (estabelecimento de um *benchmark* em termos de condições legais e financeiras e implicações no modelo de definição de preço); como os mercados de dívida soberana e corporativa concretizarão o quadro normativo, promovendo a sua disseminação e estabilização; ou, como evoluirão os esforços de estabelecimento de um padrão global *versus* a possibilidade de fragmentação do mercado por proliferação de modelos nacionais ou regionais

Quanto a oportunidades de investigação futura relativamente à temática, elas são vastas, pois este é um trabalho inicial relativamente ao tema, necessitando, em vários aspetos, de aprofundamento do quadro geral identificado.

Também a existência de outras iniciativas de tentativas de normalização, noutras geografias, pode e deve ser alvo de análise e de comparações entre as diversas soluções prosseguidas.

### **Referências Bibliográficas:**

Berg, F., Fabisik, K. & Sautner, Z. (2020). Rewriting History II: The (Un)Predictable Past of ESG Ratings. European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper 708/2020, Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3722087> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3722087>

Cañibano, L. e Mora, A. (2000). Evaluating the statistical significance of de facto accounting harmonization: A study of European global players. *The European Accounting Review*, v.9, n.3, pp.349–369.

CBI - Climate Bonds Initiative (2019). The development of taxonomies to identify green assets. Disponível em: [https://www.climatebonds.net/files/reports/policy\\_taxonomy\\_briefing\\_conference.pdf](https://www.climatebonds.net/files/reports/policy_taxonomy_briefing_conference.pdf), consultado em 10 de junho de 2021.



de Sousa Gabriel, V.M., Miralles-Quirós, M.M. & Miralles-Quirós, J.L. (2021). Shades between Black and Green Investment: Balance or Imbalance? *Sustainability*, 13, 5024. <https://doi.org/10.3390/su1309502>

de Sousa Gabriel VM, Rodeiro-Pazos D. (2020). Environmental Investment Versus Traditional Investment: Alternative or Redundant Pathways? *Organization & Environment*, 33(2): 245-261. <https://doi:10.1177/1086026618783749>

TEG - EU Technical Expert Group on Sustainable Finance (2020a). Financing a Sustainable European Economy – Technical Report - Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance. March. Disponível em: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy-annexes\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy-annexes_en.pdf) consultado em 10 de março, 2021.

TEG - EU Technical Expert Group on Sustainable Finance (2020b). Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance. March. Disponível em: [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy_en.pdf), consultado em 10 de março, 2021 .

TEG - EU Technical Expert Group on Sustainable Finance (2019). Financing a Sustainable European Economy – Report on EU GREENBOND STANDARD - TEG REPORT PROPOSAL FOR AN EU GREEN BOND STANDARD. June. Disponível em: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard_en.pdf) consultado em 10 de março, 2021.

Febi, W., Schafer, D., Stephan, A. & Sun, C. (2018). The impact of liquidity risk on the yield spread of green bonds. *Finance Research Letters*, 27, 53-59.

Gabriel, V. (2019). Environmentally sustainable investment: Dynamics between global thematic indices. *Cuadernos de Gestion*, 19 (1), 41-62.

Gabriel, V. & Pazos, D. (2018). Do Short- and Long-Term Environmental Investments Follow the Same Path? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 25 (1), 14-28.

Giese, G., Lee, L., Melas, D., Nagy, Z. & Nishikawa, L. (2019). Performance and Risk Analysis of Index-Based ESG Portfolios. *The Journal of Index Investing*, 9(4), Spring, 1-12.

Giner, B. & Mora, A. (2001), “The accounting harmonization process in Europe: analysis of the relation between accounting research and the evolution of the economic reality”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, v. XXX, n.107, p. 103-128.

Guerreiro, M. S., Rodrigues, L. L. & Craig, R. (2015). Institutional Change of Accounting Systems: The Adoption of a Regime of Adapted International Financial Reporting Standards. *European Accounting Review*, European Accounting Association, V. 24 (2), pp.379-409.

Hartzmark, S. M. & A. B. Sussman (2019). Do investors value sustainability? A natural experiment examining ranking and fund flows. *Journal of Finance*, 74 (6), 2789–2837.

Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and amending Regulation (EU) 2019/2088. PE/20/2020/INIT, OJ L 198, 22.6.2020, p. 13–43

Saraiva, H. (2020). The disclosure of non-financial information and the possibilities of contribution from management accounting. *Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración*, 131, 61-62.

Saraiva, H. I. B. & Carqueja, H.O. (2018). Ensaio sobre o papel da organização das nações unidas no processo de harmonização contabilística - iniciativas durante o período 1953-2009. *De Computis: Revista Española de Historia de la Contabilidad*, 15 (2), 108-132.

Tu, C. A., Rasoulinezhad, E., & Sarker, T. (2020). Investigating solutions for the development of a green bond market: Evidence from analytic hierarchy process. *Finance Research Letters*, V 34,101457, <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101457> .

Saa, L. (2020). PRI welcomes 500th asset owner signatory. PRI BLOG, 27 January. Disponível em: <https://www.unpri.org/pri-blog/pri-welcomes-500th-asset-owner-signatory/5367.article> , consultado a 6 de junho de 2021.

EIB - European Investment Bank (2007). EPOS II – The “Climate Awareness Bond” EIB promotes climate protection via pan-EU public offering. Anúncio para fins publicitários. Disponível em: [https://www.unicreditgroup.eu/content/dam/unicreditgroup/documents/inc/press-and-media/FOR\\_DISTRIBUTION\\_MAY\\_22\\_2007\\_EPOSeng.pdf](https://www.unicreditgroup.eu/content/dam/unicreditgroup/documents/inc/press-and-media/FOR_DISTRIBUTION_MAY_22_2007_EPOSeng.pdf) , consultado a 05 de julho de 2021.

WEF – World Economic Forum (2020). Global Risks Report 2020. Insight Report 15th Edition, In partnership with Marsh & McLennan and Zurich Insurance Group. Disponível em: <https://www.weforum.org/reports/the-global-risks-report-2020>, consultado a 01 de julho de 2020.