

Ao  
Departamento Internacional e de Política Regulatória  
da CMVM  
Rua Laura Alves, 4  
1050-138 Lisboa

Lisboa, 30 de abril de 2019

Exmos. Senhores,

O GRACE – Grupo de Reflexão e Apoio à Cidadania Empresarial (doravante “GRACE”), registou com muita satisfação a partilha, pela CMVM, de um documento de reflexão e consulta sobre Finanças Sustentáveis, um tema a cuja discussão atribui a maior importância.

Enquanto entidade que congrega mais de 150 empresas que têm as preocupações da sustentabilidade empresarial e da responsabilidade social corporativa como centrais à sua agenda, é com grande sentido de responsabilidade que o GRACE participa nesta consulta enquanto parte interessada, procurando contribuir para a reflexão que a CMVM, em tão boa hora, entendeu levar a cabo.

Na verdade, posicionando-se o GRACE como a “voz” das empresas suas associadas para temas desta natureza, não poderia esta Associação deixar de dar o seu *input* para a discussão e avanço de um tema que, na sua visão, é de grande pertinência não apenas para o futuro do “mundo financeiro”, como para o de todo o ecossistema empresarial.

Dado que o GRACE representa empresas de diversos setores e indústrias, os seus contributos, contidos no documento anexo, não se focarão tanto – ou apenas – nos temas relacionados com produtos e serviços financeiros sustentáveis, ou na sustentabilidade da ótica do investidor, mas antes na importância da sustentabilidade como um todo, enquanto fator essencial de prosperidade de qualquer organização.

Agradecemos assim a oportunidade de contribuir para uma tão relevante reflexão e ficamos disponíveis para colaborar com a CMVM em todas as iniciativas que esta entenda levar a cabo no sentido do avanço do tema ora em discussão.

Com os nossos melhores cumprimentos



Margarida Couto  
Presidente da Direção



## **Contributos do GRACE – Grupo de Reflexão e Apoio à Cidadania Empresarial relativamente ao Documento de Reflexão e Consulta sobre Finanças Sustentáveis da CMVM**

### **I. Nota Prévia**

Dada a natureza do GRACE enquanto Associação empresarial que congrega empresas dos mais diversos setores e indústrias, os presentes contributos partem de uma visão abrangente do mercado empresarial e dos seus fatores de sustentabilidade, não incidindo assim especificamente sobre temas que se relacionem essencialmente com as empresas que atuam nos mercados financeiros.

Pelo mesmo motivo, ao invés de se pronunciar sobre todas e cada uma das questões colocadas no Documento de Reflexão e Consulta sobre Finanças Sustentáveis (doravante “Documento de Reflexão e Consulta”), o GRACE irá apenas tecer comentários de índole geral sobre os principais temas que entende que presentemente se colocam.

### **II. Comentários**

1. Gostaríamos de começar por referir que um dos principais constrangimentos que se coloca no que respeita à incorporação dos chamados “Fatores ESG” ou “*ESG criteria*” nos produtos e serviços de uma empresa (incluindo assim nos produtos e serviços oferecidos nos mercados financeiros aos quais o Documento de Reflexão e Consulta dedica especial atenção) passa, no nosso entender, pela inexistência, no momento presente, de um conceito estabilizado e comumente aceite do que sejam esses fatores ambientais, sociais e de *governance* (“ESG”) numa empresa. Este constrangimento, na nossa opinião, tem um forte impacto não apenas na forma como as empresas integram estes fatores, como, igualmente, na maneira como divulgam essa integração. Este é assim um tema que nos parece merecer uma abordagem harmonizada, necessariamente a levar a cabo por parte dos organismos supranacionais com responsabilidade na matéria.

Com efeito, o facto de, contrariamente ao que se passa com a informação financeira, a “informação ESG” não estar disponível num formato comparável, constitui um relevante obstáculo à criação de um ambiente de confiança, essencial para o avanço do tema.



2. Outro aspeto que nos parece digno de nota está relacionado com o facto de, não só até há relativamente pouco tempo os fatores ambientais terem sido genericamente os únicos considerados verdadeiramente relevantes, como de continuarem a ser aqueles que, na prática, merecem mais atenção seja da parte da maioria das empresas, seja dos demais *stakeholders*. Não deixa aliás de ser sintomático a este respeito que, no âmbito do Plano de Ação da Comissão Europeia sobre Finanças Sustentáveis (referido no parágrafo 61. do Documento de Reflexão e Consulta), a proposta de criação de uma taxonomia comum para clarificar e identificar os Investimentos Sustentáveis se encontre exclusivamente focada nos fatores ambientais. Como sintomática é também a circunstância de a esmagadora maioria dos produtos financeiros “ESG” estarem ligados ao fator ambiental (essencialmente, *green bonds*).

Já os **fatores sociais**, intimamente ligados a temas de direitos humanos, de relações laborais e investimento em capital humano, de relacionamento com a comunidade, de diversidade e inclusão, de proteção da privacidade, de redução das desigualdades e reforço de coesão social, entre outros, só mais tardiamente começaram a merecer a atenção do mundo empresarial, sendo ainda relativamente poucas as empresas que lhes dedicam o mesmo nível de atenção que já dedicam aos fatores ambientais.

Por fim, só muito recentemente se começou verdadeiramente a compreender a importância dos **fatores de governance** para a sustentabilidade das organizações e essa compreensão mais alargada a que hoje já se vai assistindo, resultou em larga medida, infelizmente, da “crise de valores corporativos” que acompanhou a crise económica e financeira que deflagrou em 2008 e que deixou bem evidente que as práticas de bom governo são, não apenas verdadeiramente fulcrais, como aquelas sem as quais a (pretensa) incorporação na atividade da empresa de fatores ambientais e de fatores sociais poderá afinal não passar, respetivamente, de *green washing* e de *social washing*.

Na visão do GRACE, os três tipos de fatores – o “E”, o “S” e o “G” – estão indissociavelmente ligados e a sustentabilidade de uma organização só é assegurada se os riscos relacionados com cada um desses fatores forem endereçados com semelhante grau de criticidade e importância, e de forma holística. Com efeito, não se disputa que a materialidade do risco é relevante, conduzindo a que uma empresa dê mais atenção aos riscos mais sérios que enfrenta, por serem aqueles que mais influenciam a sua *performance* no longo prazo – é pois natural que uma empresa cuja atividade implique uma forte emissão de gases com efeito de estufa, tenha uma especial preocupação com o fator “E”, enquanto que uma empresa, cuja atividade se desenvolve num setor ou numa geografia mais permeável a violações de direitos humanos, tenha um grande foco no fator “S”. No entanto, se a primeira desconsiderar o fator “S” e a segunda ignorar o fator “E”, a respetiva prosperidade não se encontrará assegurada no longo prazo, ainda que a obtenção de lucro possa estar. E, seguramente, nenhuma delas



será sustentável, se não incorporar na sua estratégia e nas suas operações o fator “G”, por mais atenção que tenha dado aos outros dois fatores.

3. Tanto quanto é dado ver ao GRACE, a integração dos chamados “ESG *criteria*” nos produtos e serviços das empresas em geral está longe ainda de poder ser considerada como um novo paradigma ou sequer uma tendência *mainstream* – se é verdade que são muitos os líderes empresariais e os investidores que, há várias décadas, se afirmam preocupados com temas de sustentabilidade, é igualmente verdade que são ainda relativamente poucos aqueles que já passaram da palavra à ação e/ou que realmente acreditam no surgimento de um novo paradigma.

Por outro lado, embora a Diretiva sobre o reporte de informação não financeira (Diretiva n.º 2014/95/EU), transposta para o direito nacional através do Decreto-Lei n.º 89/2017 de 28 de junho, tenha constituído um claro passo em frente na matéria, o facto de serem poucas as empresas abrangidas por este novo dever de reporte, associado à circunstância de, num certo sentido, estarmos perante “uma norma sem sanção” (dada a mera aplicação do princípio *comply or explain*), conduz a que seja relativamente fraco, na prática, o impacto da entrada em vigor destas novas regras.

4. Dito isto, o GRACE regista com satisfação que, embora isso seja mais visível a nível internacional do que nacional, são cada vez mais os líderes empresariais a compreender (i) que as empresas têm um papel a desempenhar na resolução dos inúmeros problemas ambientais e sociais com que o mundo se debate e que (ii) o desenvolvimento e prossecução, de forma consistente e ativa, de uma agenda de sustentabilidade não é contrária ao interesse dos acionistas. Em consequência, é crescente o número de líderes globais a interiorizar que terão de repensar o papel das empresas e dos negócios na sociedade, com a consciência de que, se não redefinirem os modelos de negócio das suas empresas mediante a integração de Fatores ESG na estratégia empresarial e na forma como as empresas operam, em breve poderão deixar de ser sustentáveis, ou mesmo de existir no médio/longo prazo.

Ora, este é, no nosso entender, o primeiro passo para que a integração de Fatores ESG na atividade das empresas possa vir a ser o novo paradigma, para que a gestão das empresas evolua de uma lógica de criação de “*shareholder value*” para uma lógica de criação de “*stakeholder value*”, para que, em suma, a visão dos resultados financeiros de curto prazo possa vir a ser substituída pela visão da criação de valor de longo prazo.



5. Adicionalmente, é também crescente o número de estudos que correlacionam positivamente a incorporação de Fatores ESG na estratégia, na gestão e na atuação de uma empresa e os retornos financeiros desta no longo prazo, o que leva a crer que, mais tarde ou mais cedo, os gestores das empresas virão a ser responsabilizados perante os acionistas, não apenas pela *performance* financeira, como igualmente pela “*performace* ESG” e que, conseqüentemente o seu dever fiduciário deixe de ser encarado essencialmente como criação de “valor acionista”.

A título de exemplo, um estudo sobre sustentabilidade levado a cabo pela PwC em 2016, que abrangeu 470 empresas de 17 países, contém alguns resultados animadores – 62% dessas empresas afirmam integrar os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (“ODS”) na sua estratégia corporativa, e 28% estabelecem objetivos quantitativos e mensuráveis relacionados com o impacto social positivo que a empresa alcançar.

Também um estudo recente da Ernst & Young concluiu que só uma percentagem inferior a 15% dos investidores (incluindo os “de retalho”) não desistiria de um determinado investimento, se soubesse que a operação da empresa em causa incorpora riscos de violação dos direitos humanos ou de má gestão do impacto ambiental.

6. Por outro lado, e mais diretamente relacionado com os aspetos especificamente abordados no Documento de Reflexão e Consulta, não pode ser desconsiderado o facto de, nos últimos anos, os grandes investidores profissionais virem inequivocamente adquirindo um crescente interesse pelos aspetos ESG. Com efeito, segundo informação divulgada recentemente, dos 85 mil “triliões” de ativos sob gestão de grandes fundos de investimento, cerca de 23 incorporam informação não financeira da empresa alvo – incluindo dados sobre os Fatores ESG – no processo de decisão de investimento, e esse número está a crescer a uma taxa de 25% ao ano. Na verdade, o facto de a “indústria do investimento” estar hoje fortemente concentrada (acredita-se que os 10 maiores “*asset managers*” gerem 34% dos ativos atualmente sob gestão) e de muitos fundos de investimento deterem “triliões” de dólares/euros sob gestão, leva a que a “teoria do *portfolio*” (maximização do retorno através de um *portfolio* de investimentos que combine classes de ativos com variados níveis de risco) dificilmente possa continuar a ser usada como estratégia de mitigação de risco e a que os gestores de *portfolio* sejam já hoje incentivados a analisar um investimento não apenas das tradicionais perspetivas de risco, retorno e custos, mas igualmente com uma “lente ESG”. Por outro lado, grandes gestores de ativos como os fundos de pensões têm necessariamente de adotar visões de longo prazo, já que as suas responsabilidades são, também, de longo prazo



(sendo de assinalar a este respeito que, conforme é referido no parágrafo 50. do Documento de Reflexão e Consulta, no Reino Unido as entidades gestoras de fundos de pensões estão já obrigadas a divulgar como tomam em conta determinados Fatores de Sustentabilidade/ESG, em particular fatores ambientais).

E a verdade é que os dados de um recente *survey* da FTSE Russel, publicado em 2018, constituem um sinal claro de que se regista uma crescente mudança na forma como os investidores profissionais tomam as suas decisões de investimento e de que são cada vez mais aqueles que entram com considerações ESG na definição da sua estratégia de investimento. Ilustrativas da mudança que está em curso parecem também ser as cartas que o CEO da BlackRock endereçou, em 2018 e em 2019, aos CEOs das empresas nas quais aquele fundo investe, e que são suficientemente conhecidas (e porventura, polémicas por um grande número de razões) para dispensarem ser aqui analisadas. Há pois indicações positivas de que, sobretudo se for cada vez mais clara a correlação positiva entre alta *performance* na integração de Fatores ESG e superior *performance* financeira, o atual estado de coisas acabará por mudar.

7. Outro fator de mudança positiva (comumente sinalizada nos estudos que se debruçam sobre a matéria) poderá decorrer do facto de a geração *Millennial* – que se acredita ter uma especial preocupação com temas de sustentabilidade, em especial de índole ambiental –, constituir, já hoje, uma percentagem muito relevante da força de trabalho da maior parte das empresas e ser a geração que, em breve, liderará o futuro das organizações e dos Governos.
8. O GRACE identifica, porém, um número ainda relevante de fatores que poderão constituir um forte obstáculo a que esta necessária mudança ocorra, em Portugal, ao ritmo desejável.

Sem prejuízo daqueles que ficaram atrás referidos (como a falta de uma “taxonomia” comum e harmonizada em matéria ESG), o maior obstáculo decorre porventura do foco excessivo que, generalizadamente, ainda é posto no retorno financeiro de curto prazo e da pressão dos “*quarterly results*”. Como é sabido, raras serão as “conversas com analistas” que se debruçam sobre Fatores ESG ou nas quais é, pelo menos, avaliado em que medida os resultados financeiros foram obtidos à custa do sacrifício de todos ou alguns daqueles fatores. Enquanto se mantiver enraizada a ideia de que os deveres fiduciários dos gestores das empresas se esgotam, ou pelo menos se devem concentrar, na prossecução do lucro, e enquanto a lei não tornar claro que o desprezo pelos Fatores ESG (ou, pelo menos, a obtenção de lucro à custa da violação desses fatores) é considerada uma violação dos deveres fiduciários, será difícil, no nosso entender,



registar progressos relevantes na matéria. Haverá assim que reconfigurar (e sobretudo, que densificar) o conceito legal de dever fiduciário no contexto legislativo nacional, à luz dos objetivos da sustentabilidade, manifestando desde já o GRACE adesão à consideração que sobre esta matéria se encontra contida no parágrafo 80. do Documento de Reflexão e Consulta.

Relacionada com este tema, surge a forma como é definida a generalidade dos KPI (*key **performace** indicators*) na maioria das empresas. Raros são ainda na verdade os casos em que os KPI relevantes de uma empresa incorporam *key **planet** indicators*, *key **people** indicators*, *key **purpose** indicators*. No entanto, são porventura esses alguns dos indicadores que mais contribuirão para distinguir uma empresa lucrativa no curto prazo de uma empresa sustentável.

Outro obstáculo à mudança resulta do facto de, mesmo as (ainda poucas, na globalidade do panorama nacional) empresas que já divulgam relatórios de sustentabilidade (ou relatórios de “informação não financeira”, ao abrigo do já referido Decreto-Lei n.º 89/2017) não o fazerem de forma estandardizada, levando a que, muitas vezes, a informação neles contida, ainda que muito relevante para alguns *stakeholders*, não seja de grande utilidade para os investidores que pretendam definir uma “estratégia ESG” de investimento. O GRACE acredita que, se os relatórios corporativos (pelo menos de certas empresas) incluíssem uma análise de materialidade que identificasse os principais aspetos ESG que podem afetar a *performace* da empresa no futuro e a forma como a empresa os está a endereçar, se registariam progressos relevantes na matéria, sobretudo se isso fosse feito de acordo com *standards* credíveis, geradores de informação comparável.

Finalmente, não pode o GRACE deixar de sinalizar que um dos mais significativos constrangimentos ao registo de progressos significativos no desenvolvimento de produtos e serviços sustentáveis – leia-se, que integrem (pelo menos um dos) critérios ESG –, seja nos mercados financeiros, seja em qualquer outro mercado, reside na circunstância de este ser um tema relativamente ao qual se regista, lamentavelmente, uma generalizada falta de conhecimento no nosso País. São assim da maior importância, na perspetiva do GRACE, todas as iniciativas (como aquela que a CMVM levou a cabo em novembro do ano passado, por ocasião da sua Conferência Anual) que contribuam para “pôr o tema” na agenda empresarial portuguesa, para criar *awareness* sobre a sua relevância para o futuro das empresas, para motivar os líderes empresariais a terem a coragem de alterar estratégias e comportamentos, contribuindo para uma tão necessária mudança de paradigma relativamente ao papel das empresas na sociedade. O GRACE exorta assim a CMVM a continuar a dar os contributos possíveis para uma discussão cada vez mais alargada do tema – contributos esses que são particularmente inestimáveis em virtude de a “voz” do Regulador dos mercados



financeiros ser uma voz especialmente ouvida – e manifesta toda a sua disponibilidade para colaborar com a CMVM em prol de um desiderato que vê como comum.

9. Na visão do GRACE, enquanto, no limite, não for interiorizado pelos agentes empresariais e demais *stakeholders* relevantes, que os *Boards* devem representar as obrigações de intergeracionalidade das empresas, que *performance* financeira positiva não é sinónimo de sustentabilidade, que a visão dos resultados financeiros de curto prazo tem de dar lugar a uma visão de criação de valor do longo prazo que, enfim, lucro e prosperidade não são conceitos equivalentes, dificilmente será abandonado o atual paradigma, que já tantas provas tem dado de não servir o presente, quanto mais o futuro.

E essa mudança de paradigma sobre o papel da empresa na sociedade é uma responsabilidade que, cabendo a todos, só com o esforço coletivo de alguns – em especial daqueles que, como o GRACE, representam “redes empresariais” – poderá ser exercida de forma efetiva. É consciente desta especial responsabilidade que o GRACE renova o seu compromisso de unir esforços, não apenas com a CMVM, como com todos os demais atores, públicos e privados, que se queiram associar a este desiderato.

Lisboa, 30 de abril de 2019

