

Documento de Reflexão e Consulta sobre Finanças Sustentáveis

No seguimento do documento de reflexão e consulta sobre Finanças Sustentáveis lançado pela CMVM – cuja elaboração se saúda –, vem a Vieira de Almeida & Associados – Sociedade de Advogados, SP R.L. (VdA) apresentar o seu contributo para o aprofundamento do assunto, assunto esse que considera ser da maior importância no contexto dos temas que devem merecer a atenção dos *stakeholders* relevantes do mercado nacional e europeu em geral e do mercado financeiro em particular.

No entanto, dada a natureza do sector em que a VdA se insere – e apesar da forte atividade que desenvolve, em termos de consultoria jurídica, nos mercados financeiros –, não nos pronunciaremos de forma individualizada sobre todas as questões colocadas em consulta, desde logo em virtude de, em relação a algumas delas, não nos sentirmos em condições de emitir um juízo crítico fundamentado. Por outro lado, procuraremos, sempre que possível, agregar algumas questões e a nossa pronúncia sobre as mesmas.

Para aquilo que importa no contexto da presente consulta, a VdA é uma firma de advogados que, há mais de uma década, institucionalizou, desenvolveu e implementou um extenso programa de Responsabilidade Social Corporativa (RSC), cuja evolução levou, não apenas à incorporação, na cultura da Firma, da importância da criação de impacto positivo nas Comunidades nas quais a VdA opera (incluindo as jurisdições internacionais, maioritariamente da CPLP), como à aquisição de uma consciência aguda da importância da incorporação dos denominados “ESG *criteria*” na estratégia, nas operações e na atuação em geral da Firma e do alinhamento desta com a prossecução dos Objetivos do Desenvolvimento Sustentável (ODS) aprovados pelas Nações Unidas no contexto da Agenda 2030.

Hoje, a VdA acredita que o facto de os “ESG *criteria*” (ou Fatores ESG, na terminologia usada no documento da consulta) se encontrarem crescentemente embebidos na sua estratégia e enformarem a sua atuação (incluindo no seu relacionamento, não apenas com todos os *stakeholders* que integram a sua cadeia de valor, como com aqueles que são, “meramente” seus fornecedores) constitui um fator essencial de sustentabilidade, é dizer, de perenidade da organização em diversas dimensões, ao longo das múltiplas gerações que, mais do que servir, pretendemos fazer progredir de forma bem sucedida.

1. **Quais os principais benefícios e oportunidades que identifica na incorporação de Fatores ESG nos produtos e serviços oferecidos nos mercados financeiros?**
5. **Em particular, a integração de fatores de sustentabilidade conflitua com objetivos de maximização de rentabilidade, no curto, médio ou longo prazo?**
6. **Que impactos são expectáveis da inclusão de princípios de ESG no retorno de longo prazo de uma empresa?**

De modo a facilitar a resposta às várias questões contidas no documento de reflexão e consulta, agrupámos as questões 1, 5 e 6, que nos pareceram estar suficientemente interligadas para justificarem uma resposta conjunta.

A título prévio, porém, gostaríamos de referir que o facto de não se encontrar estabilizado o que deve entender-se por “Fatores ESG/ESG *criteria*” em nada contribui para a demonstração de como a integração desses fatores nos produtos e serviços oferecidos nos mercados (financeiros ou outros) é passível de trazer mais benefícios e oportunidades do que custos ou riscos.

Apesar deste (negativo) ponto de partida, acreditamos que a incorporação destes fatores na estratégia e na atuação de uma empresa em geral e, em particular – dado o objeto da presente consulta –, nos produtos e serviços oferecidos nos mercados financeiros, será crescentemente criadora de benefícios e oportunidades (quando não, condição essencial de sustentabilidade no longo prazo). Isto ainda que, essa incorporação, no curto prazo, possa ser vista como problemática por muitos líderes e gestores, em virtude de exigir ou poder exigir um acréscimo de investimento no imediato, renúncia a lucros ou outra forma de remuneração de curto prazo (originados pela violação, por exemplo, de critérios relacionados com o Fator “E” ou com o Fator “S”) ou a alocação de mais recursos a temas cujo retorno não é imediatamente quantificável (como, por exemplo, o robustecimento de boas práticas de *governance*).

Admitimos também que, embora esse seja hoje ainda um movimento embrionário, a maior parte das organizações acabe por ser “forçada” a incorporar Fatores ESG nos produtos e serviços que oferece, desde logo em virtude do “poder” da geração *Millennial* e da importância que, segundo muitos estudos, esta dá à integração destes fatores na estratégia e na atuação de uma empresa, seja enquanto consumidores, seja como colaboradores, seja como potenciais futuros influenciadores ou líderes das organizações. Apesar de o poder de compra desta geração ser ainda diminuto, numa visão de médio/longo prazo, há que levar em linha de conta que os *Millennials* influenciarão fortemente as tendências e o rumo do mercado, não apenas por representarem já hoje uma percentagem muito importante dos colaboradores das empresas, como sobretudo por serem os consumidores, os investidores e os líderes do amanhã.

Um exemplo do que acabamos de referir é, ao que tudo indica, a criação, já hoje, de alguns “produtos financeiros”, como (a título meramente ilustrativo) o Caixa Investimento Socialmente Responsável (IRS), que, seguindo uma tendência europeia, foi motivada, entre outros fatores, pela necessidade de corresponder a pedidos diretos de clientes desta “nova” geração.

Por outro lado, são cada vez mais os estudos que evidenciam uma tendência crescente em investir de forma sustentável, i.e., investir em produtos e serviços que integrem de forma clara Fatores ESG (e não apenas preocupações de índole ambiental). O aumento da procura por parte dos investidores “forçará”, mais cedo ou mais tarde, a oferta a acompanhar esse movimento, quanto mais não seja, por questões “comerciais” ou de negócio. Neste sentido, e mesmo que tal venha a suceder apenas por motivos de mera concorrência, acreditamos que as empresas e os agentes de mercado em geral terão que se adaptar, com menor ou maior dificuldade, a esta nova realidade de forma a não perderem competitividade e, numa perspetiva de médio-longo prazo, a assegurarem condições para a sua própria sobrevivência e sustentabilidade no segmento de mercado em que se inserem.

Existem outros exemplos, que parecem demonstrar que é não apenas necessário como vantajoso para as empresas adotarem estratégias mais sustentáveis, implementando tanto os fatores “E” e “S”, como o “G”, o qual constitui, na nossa visão, o fator no qual assentam e do qual dependem os outros dois fatores.

É o caso do movimento do Capitalismo Consciente, que procura demonstrar que a maximização do lucro/da remuneração acionista não pode ser o único propósito de uma empresa e que, se esta se pretender manter sustentável no médio/longo prazo, terá de comportar-se como uma organização que procura trazer algum tipo de benefício para os seus *stakeholders* em geral e não apenas para os seus *shareholders*. Os indicadores disponibilizados por movimentos como o do Capitalismo Consciente (ou o das B Corps), que é já seguido por várias empresas (sobretudo dos Estados Unidos da América), mostram que a integração de fatores ambientais, sociais e de boa governança na estratégia empresarial não está, de todo, negativamente relacionada com o lucro de uma empresa – pelo contrário, parecem evidenciar que há, pelo menos, uma correlação positiva entre a adoção destes fatores e a melhoria da competitividade e da rentabilidade de um negócio.

Pode também ser utilizada uma abordagem “pela negativa”, chegando-se à mesma conclusão: a não integração de fatores ESG na gestão das empresas pode, a prazo, ter impacto negativo no lucro e na sustentabilidade. Pelo menos em certos critérios, as evidências são cada vez maiores – uma empresa que, no contexto do “fator S”, despreze a importância dos seus colaboradores, não levando em consideração as respetivas necessidades (de formação, de segurança no trabalho, de conciliação da vida profissional com a familiar, etc), corre já um sério risco não apenas de sofrer os impactos

negativos na respetiva produtividade, como de incorrer em forte perda de talento – o que, pelo menos a longo prazo, terá impacto negativo na produtividade e, consequentemente, no lucro.

É também crescente a atribuição de importância a uma questão bastante relevante que tem impacto na decisão de incorporação de fatores ESG: o risco reputacional, consensualmente tido como cada vez mais incontornável para a manutenção da competitividade empresarial. Para qualquer empresa, é já hoje desvantajoso e preocupante – quando não, fonte de importante perda de valor acionista – ver o seu nome associado a um impacto negativo seja em matérias ambientais (como alterações climáticas, poluição, deterioração da biodiversidade), seja em outras questões direta ou indiretamente relacionadas com os fatores “S” e “G”, como condições de trabalho indignas (no extremo, práticas de “*modern slavery*”), falta de diversidade e discriminação (de género, raça, crença, orientação sexual ou outra) ou corrupção/práticas desonestas como forma de incremento do lucro de curto prazo. É de crer que estas são preocupações que motivarão as empresas a estar cada vez mais atentas à importância de integrar ESG *criteria* na sua estratégia, nas suas práticas de gestão e na sua atuação no mercado.

Assim, e ainda que não se possa excluir que a integração efetiva de fatores de sustentabilidade conflitua com objetivos de maximização de rendibilidade no curto prazo, tudo parece indicar que a inversa é verdadeira no médio ou, pelo menos, no longo prazo.

Com este pano de fundo, consideramos ser de lamentar que este seja ainda um tema carente de regulamentação ou de qualquer outro tipo de atenção legislativa, apesar de se reconhecer a existência de uma preocupação crescente com o assunto.

Um salutar (mas singular) exemplo desta preocupação é a Diretiva n.º 2014/95/UE, relativa à divulgação de informação não financeira e de informação sobre a diversidade, por parte de determinadas empresas e grupos, Diretiva esta que foi transporta para o ordenamento jurídico português através do Decreto-Lei 89/2017, de 28 de julho. No contexto do tema que ora se encontra em consulta, é claramente um passo em frente que, pelo menos determinadas entidades (porventura poucas) devam elaborar anualmente um relatório que contenha informações relativas as áreas sociais, ambientais e de *governance*, as quais devem permitir analisar o desempenho das empresas em causa e o seu impacto na sociedade, com vista à identificação dos riscos de sustentabilidade das mesmas e ao reforço da confiança dos investidores e dos consumidores. Apesar de este Decreto-Lei apenas incidir sobre determinadas empresas não só espelha, de certa forma, a preocupação que existe com o tema, como poderá induzir outras empresas a adotar este novo padrão de reporte, como forma de diferenciação e de aquisição de vantagem competitiva. No entanto, o facto de o legislador nacional ter optado por uma transposição “minimalista” da Diretiva e a circunstância de o número de empresas que em Portugal se encontra abrangido pelo âmbito de aplicação do novo diploma ser pequeno, reduz,

no nosso entender, o impacto e alcance que uma obrigação de reporte de informação não financeira poderia ter no mercado português.

Face ao exposto, a nossa visão é a de que a integração de aspetos ambientais, sociais e de *governance* na estratégia e na gestão de uma empresa será um crescente fator de sucesso e, sobretudo, de sustentabilidade. No que se refere em particular aos mercados financeiros, e embora pensemos que não serão substitutos dos fatores tipicamente utilizados para medir o risco de certo investimento, consideramos haver razões para acreditar que os fatores ESG serão cada vez mais complementares aos mesmos.

* * *

2. **Na sua atividade, que fatores “E”, “S” e “G” identifica?**
3. **Quais os elementos de sustentabilidade que identifica na sua organização (código de ética; transparência de práticas de remuneração, medidas para fomentar a igualdade de género, racial ou outra; medidas para promover o equilíbrio profissional e pessoal, e proteção ambiental) e como avalia os respetivos impactos?**

Responderemos de forma agrupada às questões 2 e 3, dada a forma com umbilical como as mesmas se encontram ligadas entre si, procurando fazê-lo de forma breve e resumida.

Enquanto Sociedade de Advogados, o fator “S” assumiu desde sempre uma importância primordial e incontornável na nossa atividade, dado que a promoção do acesso ao direito constitui um pilar essencial de cidadania e coesão social. Sendo os advogados intermediários obrigatórios do acesso à justiça, consideramos ser claramente acrescida a sua responsabilidade de contribuir para que não fiquem privados de serviços jurídicos de qualidade os cidadãos e as organizações que não dispõem de recursos económicos para os pagar. Neste contexto, a VdA prestou desde sempre serviços jurídicos em regime *pro bono* a um elevado número de organizações sem fins lucrativos, tendo, em 2008, sido a primeira Sociedade de Advogados portuguesas a institucionalizar um Programa de *Pro Bono* e de Responsabilidade Social Corporativa, ao abrigo do qual presta anualmente entre 5 e 6 mil horas de serviços jurídicos não remunerados a mais de 100 entidades do sector social. Desde que iniciou o seu processo de internacionalização, o programa vem sendo progressivamente estendido a todas as jurisdições (atualmente 11) nas quais a VdA opera.

O fator “S” assume também grande relevância interna, influenciando fortemente quer a forma como a VdA se relaciona com todos os seus colaboradores, quer a estratégia subjacente à gestão do seu capital humano, a qual assenta na promoção do envolvimento de todos na definição do destino do coletivo da Firma, na formação permanente, na adoção de medidas de promoção de *work-life balance*,

na transparência de práticas de remuneração e de progressão na carreira, na igualdade de género, na adoção de práticas de recrutamento inclusivas, na promoção do voluntariado, etc.

Finalmente, o fator “S” está igualmente presente no relacionamento da VdA não apenas com todos os intervenientes na sua cadeia de valor, como com todos os seus *stakeholders* em geral, incluindo fornecedores (pagamentos atempados, não seleção de fornecedores cujos preços “mais competitivos” assentem no incumprimento de deveres legais ou na violação de direitos humanos, etc).

O fator “E” assume também há muito uma importância determinante na estratégia da Firma e na sua atuação. Não somente a sustentabilidade ambiental constitui um dos pilares do Programa de Responsabilidade Social da VdA, como a Firma procura integrar as preocupações ambientais no negócio. Através de um projeto interno denominado “Projeto Verde” – um programa de desenvolvimento sustentável e ecoeficiência, que visa minimizar o impacto ambiental negativo da operação da Firma –, a VdA adota um conjunto alargado de medidas destinadas a promover a consciencialização coletiva da importância da adoção de práticas ambientais sustentáveis, a reduzir todos os anos a sua pegada carbónica, com vista à obtenção, a prazo, do estatuto *carbon neutral*, etc. A título de exemplo, no âmbito de um Protocolo com a Tapada Nacional de Mafra, a VdA financia a gestão de uma área de 31 ha, ocupada por povoamentos mistos de folhosas e resinosas e com uma capacidade de sequestro de carbono estimada em 60 t de CO₂ (Zona Carbono Zero VdA). A VdA é uma das poucas sociedades de advogados nacionais que anualmente mede a sua pegada de carbono (cujo relatório publica), tendo iniciado recentemente uma caminhada na promoção da chamada “economia circular”, um modelo de produção de bens e serviços, mediante o qual os resíduos são transformados, através da inovação, em potenciais subprodutos ou outros materiais, que promovam a sua reutilização, recuperação e/ou reciclagem. A mudança para a nova sede no final de 2017, constituiu uma oportunidade de conclusão do processo de *phase-out* de plásticos de utilização única, de reforço dos sistemas de recolha seletiva e encaminhamento de resíduos para valorização e, bem assim, da instalação de equipamentos promotores de elevados níveis de eficiência energética (painéis solares, tecnologia LED, detetores de presença, etc).

Com o objetivo de alinhar a sua atividade com as melhores práticas da indústria, a VdA integra desde 2008 o BCSD Portugal (Conselho Empresarial para o Desenvolvimento Sustentável) e, desde 2012, a *Legal Sustainability Alliance*, uma rede colaborativa de cerca de 300 firmas de advogados europeias que tem por missão facilitar a colaboração e a partilha de boas práticas com vista ao incremento da sustentabilidade ambiental na indústria legal. Em 2018, as emissões por colaborador da VdA situaram-se quase 20% abaixo do valor médio reportado pelo conjunto dos membros da *Legal Sustainability Alliance*. Na comparação com um conjunto de congéneres de referência, a VdA apresenta também

um melhor desempenho, com uma intensidade carbónica *per capita* da operação 27% menor do que a das referidas firmas.

Numa dimensão externa, e a título meramente ilustrativo dada a vasta incorporação do “Fator E” na atividade da Firma, destacamos a subscrição pela VdA, enquanto membro fundador, do projeto *The Porto Protocol*, uma iniciativa internacional que pretende encorajar as diversas indústrias (incluindo a vitivinícola) a trabalhar de forma concertada com vista a um objetivo comum: a minimização dos impactos das alterações climáticas.

Finalmente, o fator “G”, está profundamente embebido na atividade da VdA desde logo face à aguda consciência de que, sem ele, os fatores “S” e “E”, não são suscetíveis de se afirmar de forma efetiva e de integrar a cultura e a estratégia da organização. As boas práticas de *governance* e a adoção e implementação de medidas que impeçam qualquer tipo de “captura” da Firma por interesses que não sejam, exclusivamente, aqueles que esta tem o dever de servir, constituem a pedra angular em que assenta a sustentabilidade da organização.

Reconhecendo o seu papel na construção de uma sociedade mais justa e inclusiva, a VdA integra os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (“ODS”) na sua agenda corporativa, de forma alinhada e em respeito dos compromissos do Pacto Global das Nações Unidas (“UNGC”), propostos pela ONU ao sector privado, na área dos direitos humanos, práticas laborais, proteção ambiental e anticorrupção. Através de um trabalho em rede, a Firma tem procurado dar resposta aos principais desafios, aliando-se ao compromisso mundial de Governos, sector privado e sociedade civil, de implementação, até 2030, dos 17 objetivos (sociais, ambientais, económicos e institucionais) de desenvolvimento sustentável. A VdA aderiu ainda à rede do Pacto Global das Nações Unidas (UNGC) e tem colaborado de forma integrada e em parceria para a implementação dos ODS, incluindo no contexto da sua participação na Aliança para os ODS, que corporiza a principal iniciativa atual da rede nacional da UNGC.

No contexto da integração dos “Fatores ESG” na sua atividade, a VdA dispõe de diversos instrumentos, que visam não apenas transmitir de forma clara à organização a importância dos mesmos, como garantir um permanente alinhamento da atividade com a sua efetiva prossecução. Sem qualquer pretensão de exaustividade, consideramos ser de referir a este propósito:

- O Código de Ética, que, entre outros aspetos, define os princípios e valores pelos quais a VdA se rege, os seus objetivos as suas políticas internas, a sua organização e as regras de conduta que todos deverão observar, nomeadamente no relacionamento com os clientes e com quaisquer terceiros

- O Manual do Colaborador, que identifica os comportamentos que são esperados de cada membro da organização e estabelece as consequências de os mesmos não serem observados
- O Observatório da Diversidade de Género, que, concentrando-se na análise de diversas métricas, tem o propósito de monitorizar as práticas de gestão de recursos humanos da VdA e o seu impacto em temas de diversidade, e cujas metodologias estatísticas permitem confirmar a inexistência de diferenças entre géneros relativamente à avaliação de desempenho, potencial/talento, remuneração e avanço na carreira
- O Plano de Carreiras, que, assente numa lógica de meritocracia, define os critérios de que depende a progressão na carreira por parte de cada colaborador
- O Sistema de Gestão de Desempenho, que estabelece os critérios que são ponderados na avaliação anual de desempenho de cada colaborador e a forma como esta se reflete na remuneração e na progressão na carreira
- A VdA Academia, uma Academia corporativa criada pela VdA com o propósito de desenvolver programas de formação em *hard skills* e em *soft skills* especialmente adaptados não apenas às necessidades formativas dos colaboradores da VdA, como às necessidades de outros públicos alvo, em especial de estudantes universitários (sendo de salientar a este respeito a iniciativa *Spring School*, um programa anual de desenvolvimento de competências inclusivo destinado a promover a empregabilidade de cerca de 100 alunos de direito)

A VdA é ainda signatária da Carta Portuguesa para a Diversidade (uma iniciativa da União Europeia que tem por objetivo encorajar os empregadores a implementar e desenvolver políticas e práticas internas de promoção da diversidade), membro do IGEN - Fórum Organizações para a Igualdade, um fórum que pretende potenciar a troca de conhecimentos e experiências em matéria de igualdade de género, de conciliação entre vida profissional, pessoal e familiar e de proteção na maternidade e na paternidade, tendo por objetivo a adoção de medidas nesse âmbito, sendo também subscritora do Compromisso para a Empregabilidade de Pessoas com Deficiência, no contexto do qual se encontra a desenvolver uma estratégia de recrutamento especialmente adaptada à integração de colaboradores com um grau de deficiência igual ou superior a 60%.

Na transição da advocacia de negócios de um meio predominantemente masculino para um modelo assente num maior equilíbrio na representação de géneros, a VdA tem adotado não apenas diversas medidas de retenção de talento feminino, como novas estratégias para o aumento dos índices de *engagement* e compromisso organizacional, com especial destaque para aquelas que se destinam a promover a conciliação da vida profissional com a vida pessoal/familiar (como a atribuição de licença de paternidade paga, a redução do horário de trabalho das advogadas no primeiro ano de vida dos

filhos, a concessão de períodos de ausência remunerada para investimento em formação e valorização profissional (mestrados, doutoramentos, MBAs, etc), a possibilidade de trabalho remoto, entre outras).

* * *

4. Quais os principais desafios e riscos colocados pelas Finanças Sustentáveis e que tipo de soluções identifica para os ultrapassar e mitigar?

Acreditamos que os principais mobilizadores do desenvolvimento do papel das Finanças Sustentáveis serão os emitentes e os reguladores (nacionais ou supranacionais), mas também, e em especial, os investidores (tanto profissionais, como de retalho). Por essa razão, é nosso entendimento que os desafios apresentados por este tipo de iniciativas, bem como as respetivas soluções, passam, na sua essência, pela capacidade de evolução da mentalidade atual e pelo desenvolvimento de uma nova cultura relativamente ao retorno financeiro a curto prazo – em primeiro lugar, e pela consciencialização da noção abrangente de risco (não apenas económico ou monetário, mas também social, ambiental, reputacional, etc) e, em segundo, das implicações práticas que daí decorrem a longo prazo.

Na nossa opinião, estes dois desafios estruturantes poderão ser subdivididos em três categorias de focos de risco, de carácter mais generalista, a saber: (i) informativo ou de assimetrias na informação existente; (ii) de metodologia do investimento (em geral); e (iii) da estrutura de suporte do investimento em Produtos e Serviços Financeiros Sustentáveis. Naturalmente, estes riscos correspondem a matérias interligadas entre si e a ultrapassagem, em alguma medida, de um deles contribui para a mitigação dos restantes. Apresentamos, a título exemplificativo, algumas notas de concretização dos pontos aqui referidos:

- (i) Os obstáculos apresentados do ponto de vista informativo subdividem-se em (a) questões de terminologia e (b) questões materiais ou de conceito. Relativamente a (a), identificamos a necessidade de estabelecer uma base comum e unificada de termos e conceitos técnicos aplicáveis a produtos e serviços “ESG”; em segundo lugar, os requisitos e as estratégias orientadoras ou relevantes para este tipo de investimento; por fim, as fontes de informação consideradas fidedignas (numa primeira fase) e vinculativas (numa segunda). Esta necessidade decorre da existência de dúvidas por parte dos participantes no mercado relativamente à terminologia utilizada, à utilidade e qualidade dos dados disponíveis e a própria falta de informação normalizada que permita realizar as avaliações necessárias para uma decisão de investimento.

Relativamente ao desafio informativo (b), do ponto de vista material, notamos que este aspeto se encontra diretamente relacionado com o foco de risco (ii), relativo à metodologia do investimento (em geral). Entendemos necessário esclarecer, de um ponto de vista prático e imediato, os efetivos fins a acautelar e propósitos a prosseguir por produtos e serviços financeiros “sustentáveis”. A título exemplificativo, este tipo de esclarecimentos práticos assume particular relevância em matéria de impacto ambiental ou de consequências decorrentes de alterações climáticas. Nesta linha, uma solução viável pode passar pelo estabelecimento de uma metodologia comum e normalizada, de forma a esclarecer todos os participantes relevantes (em particular, os investidores não profissionais, comumente designados investidores de retalho) dos riscos para o sistema financeiro associado a alterações climáticas, catástrofes naturais ou dificuldades na obtenção de recursos naturais, de forma a permitir o desenvolvimento progressivo de uma mentalidade de investimento consciente e sustentável.

- (ii) Quanto à metodologia de investimento (em geral), este desafio pode ser igualmente apresentado sob uma dupla perspetiva: a do emitente e a do investidor; no entanto, o ponto essencial reconduz-se à necessidade ou prossecução de um retorno financeiro a curto prazo. Sem descurar as necessidades de informação identificadas nos parágrafos anteriores, pensamos que a solução envolverá a redução direta da pressão para a existência deste tipo de retorno.

Neste caso, seria relevante uma intervenção a nível legislativo e/ou regulatório, através do estabelecimento de benefícios financeiros (tanto para um emitente “ESG”, como para um investidor a longo prazo) e/ou através do enquadramento de políticas “ESG” no conjunto de deveres legais aplicáveis às entidades em questão. Relativamente a este segundo foco de risco, notamos que é fundamental uma ação global e de cooperação entre os vários reguladores, tanto a nível nacional, como supranacional, para a recolha, análise, cruzamento e divulgação de informações relevantes.

- (iii) Por fim, identificámos as incertezas na estrutura de suporte do investimento em Produtos e Serviços Financeiros Sustentáveis, o que, na prática, se traduz na falta de adesão massificada a este tipo de iniciativas. Os desafios enquadráveis nesta análise são de natureza maioritariamente prática, decorrentes da fase inicial de implementação dos requisitos e critérios “ESG”. A solução poderá passar por iniciativas legislativas e regulatórias que valorizem investimentos a longo prazo (tais como criação de incentivos financeiros adicionais para investidores a longo prazo, ou redução da carga fiscal, por exemplo, ou a publicação de legislação ambiental que consiga desenvolver um sistema

de contabilidade económica), bem como pela publicação de diplomas de enquadramento jurídico deste tipo de produtos e serviços.

* * *

7. **Quais são as principais barreiras associadas à oferta e à comercialização de Produtos e Serviços Financeiros Sustentáveis e como podem ser ultrapassadas?**
12. **Quais as razões para não serem adotadas políticas / investir em produtos financeiros / emitir produtos financeiros “E”, “S” e “G”?**

Pela relação que os temas aos quais se referem estas questões estabelecem entre si, optámos por dar uma resposta conjunta a estas duas perguntas. A oferta e comercialização de Produtos e Serviços Financeiros Sustentáveis beneficiarão, naturalmente, da implementação de soluções na linha das identificadas na resposta ao ponto 4, acima. No entanto, quanto a estas duas questões em particular, e face ao mercado atual, entendemos que devem ser aprofundados alguns pontos específicos.

Uma das barreiras a assinalar, no âmbito destas questões, é a falta de liquidez. O mercado “ESG” corresponde, ainda, a um mercado com pouco volume, o que faz com que seja difícil comercializar este tipo de produto – notamos que, na prática, esta situação poderá implicar, por exemplo, que os investidores possam ter de manter os produtos até à data de maturidade.

Em segundo lugar, e conforme já decorrente do desafio informativo, o escopo do que é “E”, “S” e “G” é demasiado abrangente/pouco claro. Poderá ocorrer que um investidor mais preocupado com a utilização dos recursos possa não confiar e preferir não investir de todo nesse tipo de produtos, ou investir apenas em projetos que esteja realmente seguro de que incorporam fatores “ESG”. Este ponto relaciona-se e auxilia na concretização e determinação de incertezas da estrutura de suporte ao investimento em Produtos e Serviços Financeiros Sustentáveis. Esta abrangência e falta de regulamentação técnica prejudica ainda mais a liquidez do mercado.

Em terceiro lugar, surge também no que respeita ao mercado e à oferta e comercialização de Produtos e Serviços Financeiros Sustentáveis, a questão do *pricing / low returns* a curto prazo (ou em geral). Não nos parece que se trate de um *handicap* das políticas “ESG”, mas na sua atual fase de desenvolvimento, a questão do retorno ainda não se apresenta como a mais vantajosa. Esta barreira poderá fazer com que, em certa medida, estes produtos sejam mais um exercício de *marketing* ou moda, do que uma mudança do paradigma e conceito de investimento.

Face às questões *supra* identificadas, poderão ser assinalados outros aspetos como razões que têm limitado o alcance do investimento em Produtos e Serviços Sustentáveis, conforme iremos elencar e brevemente analisar de seguida:

- (i) Impossibilidade de estabelecer uma definição prática e técnica de “sustentabilidade” face ao leque excessivamente abrangente deste conceito: considerando que a definição poderá variar de sector para sector, bem como entre empresas e, em particular, entre reguladores nacionais, a incapacidade de uma harmonização de conceitos reconduzível à prática, e não apenas teórica, poderá ser apontada como “dealbreaker” para a mudança de paradigma no investimento financeiro;
- (ii) O estabelecimento de um valor monetário para um investimento “sustentável”: a rentabilidade económica e financeira não poderá ser retirada do conjunto de critérios nos quais se baseia uma decisão de investimento. Esta tradução de sustentabilidade em valor financeiro necessita de maior consolidação e, em última análise, de se tornar mais familiar para a generalidade dos investidores;
- (iii) Falta de adesão dinâmica das empresas: a maioria das questões enquadráveis nas políticas “ESG” não são passíveis de resolução através da atuação de uma determinada empresa, vocacionada para um determinado projeto baseado em princípios “ESG”. Desta forma, uma mudança sistemática implica a adesão – ainda que de forma progressiva – massificada dos vários participantes do mercado;
- (iv) Incapacidade de alteração dos horizontes de retorno do investimento: projetos/produtos “ESG” poderão implicar um período de retorno médio ou longo, o que poderá não se coadunar com os deveres de reporte regular aos quais as empresas estão sujeitas. Desta forma, a implementação prática de horizontes de investimento cujos retornos apenas poderão ser aferidos a médio ou longo prazo poderá não merecer um fácil acolhimento por parte dos investidores e estes poderão até identificar um impacto financeiro negativo a curto prazo.

Identificadas estas barreiras principais, não deixamos de reconhecer, porém, que a implementação de critérios “ESG”, nomeadamente nos mercados financeiros, nos parece ser irreversível, em especial porque a pressão para oferecer / comercializar / investir em Produtos e Serviços Financeiros Sustentáveis é crescente – o que naturalmente saudamos.

Indicamos como fatores principais de ultrapassagem das barreiras aqui listadas, em primeiro lugar, a necessidade de alargar a base dos emitentes, cabendo neste âmbito aos emitentes soberanos e às organizações supranacionais um papel central na dinamização do mercado. De seguida, será muito útil a criação de estímulos ao investimento, que numa fase inicial tornem imediatamente perceptível o diferente enquadramento destes produtos, designadamente através de benefícios de natureza fiscal

e regulatória. E, por fim, a implementação de um projeto de harmonização de conceitos e requisitos, de âmbito supranacional – conforme detalhadamente descrito no ponto 4 acima.

Por último, e relacionado com a harmonização, as questões associadas à amplitude do escopo, poderiam beneficiar do desenvolvimento de critérios e mecanismos de reporte, aplicáveis a entidades emitentes, que permitissem aos investidores uma melhor avaliação dos fatores “Environmental” e “Social” dos respetivos investimentos.

* * *

10. Que iniciativas poderiam ser tomadas pela CMVM para contribuir para o desenvolvimento das Finanças Sustentáveis em Portugal e mitigar os riscos associados?

A CMVM, na sua qualidade de autoridade de supervisão, assume um papel fundamental para o desenvolvimento das Finanças Sustentáveis em Portugal. Recapitulando, os riscos essenciais assentam nas assimetrias de informação e dúvidas quanto à terminologia utilizada, na falta de informação *standardizada* e credível que garanta uma avaliação independente e transparente das empresas “ESG” e no impacto de externalidades nas decisões de investimento.

Entendemos que, do ponto de vista regulatório, a criação de incentivos económicos ou reputacionais constitui a linha a seguir para assegurar uma transição do sistema atual para um sistema financeiro mais sustentável, nomeadamente:

- (i) Clarificação de conceitos: preparação de sessões de esclarecimento e/ou sessões de formação alargadas, de forma a permitir uma identificação clara do que se entende por “atividades económicas sustentáveis”;
- (ii) Desenvolvimento de diplomas que determinem critérios de elegibilidade de produtos e serviços sustentáveis, de forma a direcionar empresas e investidores e permitir uma atuação esclarecida;
- (iii) Identificação de critérios de *rating* independentes e transversais, que permitam uma avaliação real do nível de risco (“ESG”) apresentado pelas empresas;
- (iv) Disponibilização aos investidores de avaliações reais e independentes acerca da fiabilidade dos emitentes, tanto a nível dos riscos ESG, como, em geral, quanto ao risco de crédito;
- (v) Criação de *rankings* de sustentabilidade, de forma a permitir uma diferenciação objetiva entre produtos e/ou serviços semelhantes, coexistentes numa mesma classe;
- (vi) Estabelecimento de critérios de análise do perfil dos investidores e de incentivos para uma estrutura de investimento mista, i.e., que permita acomodar investidores mais conservadores

- o que, numa fase inicial de implementação de políticas “ESG”, poderá contribuir em larga medida para a difusão gradual de uma cultura de investimento sustentável; e
- (vii) Por fim, e em termos de transparência, identificação, de forma clara, de informações de cariz ambiental, social e de *governance* que possam ou devam ser prestadas aos clientes dos agentes no mercado financeiro aquando do aconselhamento sobre possíveis investimentos.

Lisboa, 30 de abril de 2019