



Alexandra Ventura Chaves Fernandes

**A IMPORTÂNCIA DOS RISCOS ESG EM DECISÕES DE  
INVESTIMENTO - A PERCEÇÃO DOS PORTUGUESES AOS  
INVESTIMENTOS SOCIALMENTE RESPONSÁVEIS**

Tese com vista à obtenção do grau de Mestre em Direito  
na especialidade de Direito e Mercados Financeiros

Orientadores:

Professora Catarina Paisana Pires Costa das Neves, Professora do Instituto Superior de  
Estatística e Gestão de Informação – Nova Information Management School da  
Universidade Nova de Lisboa

Professor Doutor Miguel de Azevedo Moura, Professor da Faculdade de Direito da  
Universidade Nova de Lisboa

Setembro 2023



## **Declaração de compromisso de anti plágio**

Declaro, por minha honra, que o trabalho que apresento é original e que todas as minhas citações estão corretamente identificadas. Tenho consciência de que a utilização de elementos alheios não identificados constitui uma grave falta ética e disciplinar.

Lisboa, setembro de 2023

Alexandra Ventura Chaves Fernandes

## **Agradecimentos**

Em primeiro lugar, agradeço à Professora Catarina por toda a paciência e por ter acreditado que era possível desde o início e ao Professor Miguel por toda a confiança nesta jornada. Obrigada por toda a ajuda e por nunca me terem deixado desmotivar.

Aos meus pais por me apoiarem em todas as decisões, ainda que estas me levem para cada vez mais longe deles.

Às minhas avós por todo o carinho e curiosidade em temas que nem sabiam que existiam.

À minha irmã, por ser a pessoa mais carinhosa que tenho e por ser um apoio incondicional quando nem percebe que o é.

À Ritinha, por ser a irmã do meio e por fazer Lisboa parecer mais casa.

Ao André, à Gabi e ao Tiago, por estarem comigo há uma década e nunca deixarem que a distância seja sequer um tema.

À Cláudia por nunca me deixar esquecer que a terra é redonda.

À Bia, por mais do que melhor amiga, ser a família que escolhi, companheira de vida e por nunca me largar a mão.

Ao Filipe, por ser a calma que eu preciso e o aconchego no momento certo, por nunca me deixar ir abaixo e ser a família que me falta em Lisboa.

Às pessoas que levo comigo da CMVM e do Banco de Portugal por terem sido sempre incansáveis e, mais do que colegas, amigos, em especial, à Inês e à Margarida.

## **Modo de citar e adoção de normas**

Nesta dissertação, as referências bibliográficas serão identificadas de modo reduzido ao longo da dissertação, entre parênteses curvos, de acordo com a seguinte regra designada autor-data, ou seja, nome abreviado do(s) autor(es) e ano da edição consultada, conforme Normas Portuguesas n.º 405-1 e 405-4 do Instituto Português da Qualidade. As referências bibliográficas completas constam da Bibliografia.

## **Número de caracteres**

Declaro que o corpo da dissertação que apresento, incluindo espaços e notas, ocupa um total de 112 447 caracteres.

## Lista de siglas e acrónimos

ARP	Auto Regulação Publicitária
BCE	Banco Central Europeu
BIS	<i>Bank for International Settlement</i> – Banco de Compensações Internacionais
CE	Comissão Europeia
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
COP	Conferência das Partes
CSRD	<i>Corporate Sustainability Reporting Directive</i> – Diretiva de Reporte Corporativo de Sustentabilidade
DGC	Direção-Geral do Consumidor
DIF	Documento de Informação Fundamental
DMIF	Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros
EBA	<i>European Banking Authority</i> – Autoridade Bancária Portuguesa
ESG	<i>Environmental, Social and Governance</i> – Ambiental, Social e Governança
EIOPA	<i>European Insurance and Occupational Pensions Authority</i> - Autoridade Europeia para Seguros e Pensões Ocupacionais
ESMA	<i>European Securities Market Authority</i> - Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados
FSB	<i>Financial Stability Board</i> – Conselho de Estabilidade Financeira
HLEG	<i>High-Level Expert Group</i> - Grupo de Especialistas de Alto Nível
ISR	Investimentos Socialmente Responsáveis
NGFS	<i>Network for Greening the Financial System</i> – Rede para a Ambientalização do Sistema Financeiro
NFRD	<i>Non-financial Reporting Directive</i> – Diretiva de Informação Não Financeira
ODS	Objetivos de Desenvolvimento Sustentável
ONU	Organização das Nações Unidas

PME	Pequenas e Médias Empresas
PRI	Princípios para o Investimento Responsável
RSE	Responsabilidade Social das Empresas
SFDR	<i>Sustainable Finance Disclosure Information</i> - Regulamento de Divulgação de Finanças Sustentáveis
TCFD	<i>Task Force on Climate-related Financial Disclosures</i> – Grupo de Trabalho sobre Divulgações Financeiras Relacionadas com o Clima
TFCR	<i>Task Force on Climate-related Financial Risks</i> - Grupo de Trabalho sobre Riscos Financeiros Relacionados com o Clima
UE	União Europeia

## Resumo

Os fatores ambiental, social e governativo, mais conhecidos como fatores ESG dada a sua denominação em inglês, respetivamente, *environmental, social e governance*, têm tido bastante relevo nos últimos tempos, nomeadamente no que diz respeito a investimentos que os tenham em consideração. Dadas as crescentes preocupações ambientais, sociais e de sustentabilidade governativa, os denominados investimentos socialmente responsáveis têm revelado uma tendência crescente, todavia, existe ainda um grande desconhecimento dos mesmos por parte dos investidores. Desta forma, a presente dissertação pretende estudar a perceção da sociedade portuguesa relativamente a estes investimentos, e essencialmente a propensão dos indivíduos para investirem neste tipo de ativos, identificando ainda possíveis barreiras no momento de investir neste setor. Para tal, é necessário compreender o paradigma atual dos fatores ESG no sistema português, refletindo sobre os desafios crescentes em termos de regulação a este nível e, tendo em consideração a legislação existente ao nível deste tema, analisar as questões que estas normas visam responder perante os investidores, de modo a salvaguardar uma maior proteção dos mesmos, nomeadamente relativamente à informação disponibilizada a estes possíveis investidores, tentando evitar que ocorra o denominado *greenwashing*. Neste contexto, esta dissertação explora ainda as características e preferências dos indivíduos relativamente a investimentos socialmente responsáveis. Desta forma, a abordagem materializou-se na disponibilização de questionários online e posterior análise estatística. Os resultados que daqui advieram foram submetidos a testes de inferência estatística e dessa forma fundamentando as respostas às questões em análise, nomeadamente no que diz respeito à relevância destes fatores num momento de tomada de decisão, permitindo tirar conclusões relativamente à tendência evolutiva deste tipo de investimentos, assim como compreender a possível reticência da população portuguesa a estes investimentos, nomeadamente por desconhecimento ou falta de informação de qualidade por parte do mercado.

**PALAVRAS-CHAVES:** Deveres de Informação; ESG; *Greenwashing*; Investimentos Socialmente Responsáveis; Mercados Financeiros.

## **Abstract**

The environmental, social and governance factors, better known as ESG factors have been particularly important recently, specifically regarding investments that take them into account. Given the growing environmental, social and governance sustainability concerns, the so-called socially responsible investments have shown a growing trend, however, they are still quite unknown to investors. In this way, this dissertation aims to study the perception of Portuguese society regarding these investments, and essentially the tendency of individuals to invest in this type of asset, while also identifying possible barriers when investing in this sector. To this end, it is necessary to understand the current paradigm of ESG factors in the Portuguese system, reflecting on the growing challenges in terms of regulation at this level and, taking into account the existing legislation on this subject, to analyze the questions that these rules aim to answer for investors, in order to safeguard greater protection for them, namely in relation to the information made available to these potential investors, trying to prevent greenwashing from occurring. In this context, this dissertation also explores the characteristics and preferences of individuals in relation to socially responsible investments. The approach thus took the form of online questionnaires and subsequent statistical analysis. The results were subjected to statistical inference tests, thus substantiating the answers to the questions under analysis, particularly about the relevance of these factors when making decisions, allowing conclusions to be drawn regarding the evolutionary trend of this type of investment, as well as understanding the possible reticence of the Portuguese population towards these investments, mainly due to lack of knowledge or quality information on the part of the market.

**KEY-WORDS:** ESG; Financial Markets; Greenwashing; Information Duties; Socially Responsible Investments.

# I. Introdução

## a. Considerações iniciais

As vertentes Ambiental, Social e Governativa (*Environmental, Social and Governance* (ESG)) têm sido identificadas como ordem do dia em muitos trabalhos a nível europeu e mundial, impactando, invariavelmente, o setor financeiro. A consideração em conjunto destes dois tópicos, os fatores ESG e o setor financeiro, dá origem às denominadas finanças sustentáveis.

Dada esta repercussão rápida e global, várias metas já foram estipuladas a nível europeu, pelo que se aguarda um longo caminho a percorrer para a conclusão dos diferentes objetivos propostos e provenientes das diferentes instituições europeias e até a nível mundial.

Sendo um tema relativamente recente e ainda em desenvolvimento, grande parte da população desconhece este tipo de envolvente financeira ou, conhecendo, dado o seu recente surgimento, não se sente segura nem preparada para arriscar neste tipo de ativos e por cautela, sendo tendencialmente avessa ao risco, tende a investir nos conhecidos investimentos tradicionais em vez de optar pelos Investimentos Socialmente Responsáveis (ISR). Torna-se assim relevante entender qual a propensão da população portuguesa relativamente a estes investimentos e quais os possíveis impedimentos que obstam ao crescimento mais acelerado desta área.

Várias têm sido as intervenções ao nível da sustentabilidade financeira, pelo que importa aqui explorar a vertente regulatória prevista para este sistema. Assim, é ainda essencial concentrar na regulação deste setor, uma vez que é preciso uma legislação atualizada e ajustada às necessidades da sociedade ao nível dos fatores ESG, abordando-se, nomeadamente, o dever de divulgação de informação, o aconselhamento prestado a potenciais investidores e, especialmente, o fenómeno do *greenwashing*.

## b. Âmbito e objetivos

Esta dissertação é realizada com vista à obtenção do grau de Mestre no âmbito do Mestrado em Direito e Mercados Financeiros da Universidade Nova de Lisboa.

Ao longo do período curricular do mestrado foi proporcionado o contacto com diferentes áreas dos mercados financeiros, tendo suscitado o interesse em concreto pela componente ESG, lecionada maioritariamente na unidade curricular de Gestão de Riscos nos Contratos Financeiros. Também o facto de ser licenciada em Direito e licenciada em Gestão proporcionou esta estrutura mista da dissertação, tendo-se optado pela não exclusão de nenhuma área de formação, estruturando-se a presente dissertação em duas partes primordiais.

### c. Organização da Dissertação

A presente dissertação é composta por seis capítulos, incluindo esta Introdução. Do capítulo I faz parte a introdução a esta dissertação, fazendo-se um enquadramento do tópico em análise, juntamente com os objetivos desta e a sua estrutura.

O capítulo II descreve sucintamente o fenómeno ESG, incluindo ainda uma explicação acerca da sua origem, concentrando-se no capítulo seguinte uma descrição dos denominados investimentos socialmente responsáveis, juntamente com um enquadramento histórico e evolucionário.

Os capítulos IV e V concentram a maior parte da análise deste trabalho, tendo sido o mesmo dividido em duas partes por terem como base áreas de formação diferentes.

A primeira parte tratará da componente jurídica, nomeadamente de análise regulatória relativamente aos deveres de divulgação de informação ao nível da sustentabilidade financeira, assim como o fenómeno de *greenwashing*, dado o seu crescimento exponencial nos últimos tempos e o desconhecimento e dúvidas por parte dos diferentes intervenientes do mercado.

Por outro lado, esta vertente mais jurídica acaba por ser complementada por um capítulo de componente estatística e de análise de dados, através da interpretação dos resultados obtidos no âmbito do questionário disponibilizado relativamente à perceção dos inquiridos quanto aos ISR, analisando não só o conhecimento acerca da sua existência, mas ainda potenciais barreiras à sua abordagem pelos indivíduos, assim como as principais preocupações e receio ao nível destes ISR que foi possível aferir.

Por último, o capítulo VI compila a discussão desta dissertação. Neste é feita a análise conexa das duas partes da dissertação, focando-se nos indicadores mais significativos que resultaram da análise estatística, nomeadamente no que diz respeito ao impacto do

*greenwashing* nas decisões de investimento, focando-se posteriormente nas principais causas para tal fenómeno e principalmente, nas soluções que deverão ser adotadas de modo a ser possível o crescimento destes investimentos.

Damos ainda nota que ao longo desta dissertação são utilizados alguns termos financeiros e jurídicos, cujo rigor terminológico obriga a que a sua referência seja realizada na língua oficial, em inglês, e dado que o seu conteúdo é indispensável para a correta compreensão deste estudo, encontra-se, ainda antes do capítulo I, um glossário com uma descrição dos mesmos.

## II. Os critérios *Environmental, Social e Governance*

Nos últimos anos, de forma a acompanhar o desenvolvimento dos temas ambientais, sociais e governativos, o setor financeiro tem vindo a adaptar-se, tendo surgido conceitos como os Investimentos Socialmente Responsáveis, as Obrigações Verdes ou os Empréstimos Verdes.

De forma a compreender a evolução de determinadas práticas e a criação destes diferentes produtos e prioridades no setor financeiro e, principalmente, dos investimentos, nomeadamente no que diz respeito à perceção dos investidores aos produtos disponíveis atualmente no mercado, e que se encontram em constante adaptação, é necessário primeiro analisar os fatores que conduziram a esta conjuntura atual.

Inicialmente, o termo mais conhecido e utilizado era o de Responsabilidade Social das Empresas (*Corporate Social Responsibility (RSE)*). Este conceito, que ganhou maior relevo no início dos anos 2000, ainda que tenha surgido mais de 30 anos antes, foi sempre utilizado para se referir às práticas empresariais sustentáveis. Assim, consubstancia um conceito de gestão em que as empresas são capazes de integrar nas suas políticas preocupações ambientais e sociais, por um lado melhorando a sua reputação e, por outro, contribuindo para o bem da sociedade. Nos objetivos de RSE podemos incluir a melhoria das políticas laborais existentes, ou a redução da pegada ecológica, através dos produtos produzidos ou da estratégia de negócio seguida, entre outros (Worldfavor, 2012).

Assim, podemos afirmar que a RSE constitui as estratégias de sustentabilidade que as empresas utilizam para alcançar os seus objetivos ambientais e sociais, enquanto os fatores ESG são a forma utilizada para medir a sustentabilidade global de uma empresa, o que, conforme será abordado adiante nesta dissertação, se tem tornado cada vez mais necessário para os investidores e restantes partes interessadas. Assim sendo, de certa forma os fatores ESG avaliam a concretização da RSE.

Focando nos fatores ESG, é no conceito de finanças sustentáveis<sup>1</sup> que se incluem estas três considerações. Apesar de parecer um tema que surgiu recentemente, uma vez que

---

<sup>1</sup> De acordo com a Comissão Europeia, é possível definir finanças sustentáveis como o processo de ter em conta considerações ambientais, sociais e de governação (ESG) na tomada de decisões de investimento no sector financeiro, levando a investimentos mais a longo prazo em atividades e projetos financeiros sustentáveis (Overview of sustainable finance: What is sustainable finance?, s.d.). (Tradução própria)

apenas ganhou uma maior ênfase nos últimos anos, foi há quase 20 anos, com o relatório “*Who Cares Wins*” – “Quem se importa ganha”, em tradução direta, lançado em 2004, que a Organização das Nações Unidas (ONU) introduziu a sigla ESG no mercado financeiro, de forma a incentivar a sua incorporação e, conseqüentemente, a criação de mercados mais sustentáveis (Organização das Nações Unidas, 2004). A partir desse momento, o conceito ESG evoluiu a um nível considerável, alterando a conjuntura até ao momento conhecida relativamente aos investimentos, constituindo atualmente um dos temas mais recorrente e essencial do sistema financeiro mundial.

Este acrónimo em inglês concretiza as vertentes *environmental*, *social* e *governance*, correspondendo em português a ambiental, social e de governação corporativa, respetivamente. Este conceito veio alterar o paradigma e impulsionar a integração de outros fatores, para além do tradicional fator financeiro, nas práticas de uma organização (Overview of sustainable finance: What is sustainable finance?, s.d.). Deste modo, os potenciais investidores começaram a ter em consideração não só os possíveis retornos financeiros a que poderão ter direito, mas também as conseqüências que poderão advir das práticas das empresas, valorizando agora os benefícios sociais e ambientais das políticas adotadas por estas. Assim sendo, estes fatores permitem complementar a decisão dos investidores na avaliação de potenciais investimentos, promovendo desta forma o crescimento dos investidores ambientalmente e socialmente conscientes e, conseqüentemente, dos denominados investimentos socialmente responsáveis, que serão abordados *infra* nesta dissertação.

Em síntese, podemos descrever cada uma das siglas consoante as práticas que visa impulsionar e destacar. A vertente ambiental (representado pelo “E”) consistirá no impacto que uma determinada atividade provocará no ambiente e no ecossistema, dada a forma de atuação da instituição, incluindo assim as práticas relacionadas com a conservação e proteção ambientais, assim como o consumo consciente de recursos, nomeadamente tendo em conta os recursos naturais, a poluição, as mudanças climáticas ou a biodiversidade (Fernandes, 2023).

Por outro lado, o tópico representado pelo “S” aborda ações que remetem para as pessoas, designadamente aspetos como a diversidade, igualdade, direitos humanos, segurança dos produtos ou privacidade de dados, tendo em consideração toda a esfera organizacional, estendendo-se desde os trabalhadores, até aos clientes (Fernandes, 2023).

Por último, os fatores governativos remetem para a administração da organização, nomeadamente no que diz respeito aos mecanismos de salvaguarda de interesses de longo prazo dos acionistas, destacando-se indicadores de ética e transparência, políticas de anticorrupção e ainda a estrutura organizacional adotada pela instituição (Fernandes, 2023).

### III. Os investimentos socialmente responsáveis

#### a. Conceitos

Quando falamos de investimento é importante referir que na sua abordagem tradicional, aplicável a qualquer tipo de investidor, sejam pequenos investidores ou investidores institucionais, profissionais ou não profissionais, as decisões de investimento são focadas em três fatores primordiais: (i) os objetivos financeiros do investidor, isto é, a conservação ou o crescimento do capital ou ainda a geração de rendimento anual; (ii) os horizontes temporais do investidor, no sentido de perceber se este prefere investimentos de curto ou longo prazo; e (iii) o nível de risco que o investidor está disposto a assumir (Thompson, 2023).

Existem inúmeras formas para os indivíduos ou as instituições investirem. Como mais conhecidos e relevantes no âmbito desta dissertação referimos, em primeiro lugar, em termos de capital próprio, a aquisição de ações de uma instituição, que podem dar lugar, ou não, a dividendos. Podemos falar ainda em termos de dívida, isto é, a aquisição de obrigações de uma instituição, através do empréstimo de capital ao qual se encontram indexados juros. Por outro lado, é possível investir através do mercado monetário, ou seja, compra e venda de diferentes moedas a nível mundial. Outro investimento que tem vindo a crescer é o imobiliário, através do investimento em propriedades. Por último, fazemos ainda referência aos investimentos alternativos, que não se enquadram em nenhum dos anteriores, mas que têm relevância para o mercado dos instrumentos financeiros, como capital de risco, criptomoedas, ou até investir em bens móveis como carros *vintage* ou obras de arte (Thompson, 2023).

A verdade é que, à medida que os investidores se tornam conscientes das alterações climáticas e dos riscos inerentes a estas, o seu perfil e as suas preferências em termos dos três critérios referidos *supra* sofrerão alterações. É neste sentido que muitos investidores procuram obter retornos enquadrados no âmbito da sustentabilidade, fator que impulsiona o crescimento do setor dos ISR.

Diferente do exposto até ao momento acerca dos investimentos no geral, cumpre agora focar nos ISR. Em primeiro lugar, este conceito é ambíguo e tem gerado alguma confusão e discussão. De facto, não existe uma definição universal clara do que são ISR, existem sim algumas perceções do que pode clarificar em que consistem este tipo de

investimentos, nomeadamente através da definição de investimentos sustentáveis, investimentos verdes ou até investimentos éticos. No entanto, apesar de haver umas especificidades consoante o termo utilizado, todas estas expressões acabam por descrever estratégias de investimento concebidas para proporcionar e apoiar impactos ambientais e sociais positivos, bem como, por norma, retornos financeiros.

Neste sentido, a *BlackRock: Sustainable Investing (2023)* defende que, investindo em investimentos sustentáveis estamos a investir no progresso e a reconhecer que as empresas mais empenhadas em resolver os maiores desafios mundiais podem estar mais bem posicionadas para este crescimento, isto é, incentivando os restantes a investir em algo pioneiro e inovador como o são este tipo de investimentos. Já de acordo com a *UBS: Sustainability and impact (2023)*, um dos maiores gestores de ativos a nível mundial, os investimentos sustentáveis são aqueles que visam incorporar considerações ESG no processo de investimento e na construção da carteira. Por outro lado, os Princípios para o Investimento Responsável da ONU (PRI)<sup>2</sup> não se identificam com o termo investimentos sustentáveis, preferindo, em substituição, o termo responsáveis, definindo-os como a prática de incorporação dos fatores ESG nas decisões de investimento (UNEP Finance Initiative; United Nations Global Compact, 2019). Já Thompson (2023) refere-se a investimentos sustentáveis, definindo-os como aqueles que implementam uma abordagem de tomadas de decisão que envolvam a seleção de investimentos que giram benefícios sociais e ambientais e que suportem a transição para um mundo ambiental, social e de baixo carbono, combinado com a eliminação, ou pelo menos redução, da escolha por investimentos em empresas ou setores empresariais prejudiciais nestas áreas.

Por outro lado, este mesmo autor descreve os ISR como uma abordagem ativa de investimento e de tomada de decisões de investimento que envolve a seleção destes baseada em orientações éticas e determinados “filtros” de ISR como o álcool, o tabaco ou os direitos humanos e o impacto ambiental. Segundo o mesmo, esta abordagem foca mais nos fatores ambiental e social e menos no governativo (Thompson, 2023).

---

<sup>2</sup> Estes Princípios lançados em 2006, consistem em um conjunto orientador e facultativo de seis princípios de investimento que oferecem uma panóplia de ações possíveis de incorporar questões ESG na aplicação de investimentos. Atualmente, o PRI é composto por uma rede global de investidores, sendo apoiada pela ONU, que trabalha com o objetivo de implementar os referidos Princípios e, mais amplamente, por forma a alinhar as estratégias de investimento e a tomada de decisões com os objetivos estipulados no Acordo de Paris e outros objetivos de sustentabilidade (Thompson, 2023).

Com efeito, a nível regulamentar, o Regulamento de Divulgação de Finanças Sustentáveis (SFDR)<sup>3</sup> (Regulamento (UE) 2019/2088 do Parlamento Europeu e do Conselho de 27 de novembro de 2019, 2019) estipula no artigo 2.<sup>o</sup><sup>4</sup> o que devemos classificar como investimento sustentável, descrevendo-o, sinteticamente, como um investimento numa atividade económica que contribui para um objetivo de natureza ambiental ou social, desde que as empresas beneficiárias do investimento empreguem práticas de boa governação, incluindo-se aqui desta forma os três fatores ESG.

Assim sendo, concretamente ao nível dos investimentos, relativamente àqueles que têm em consideração objetivos de natureza ambiental, estamos perante investimentos em atividades que tenham em conta fatores como a utilização de energias renováveis, matérias-primas sustentáveis ou controlo e redução de emissões de gases com efeito de estufa. Já no âmbito social estamos perante investimentos que pretendem combater desigualdades, promovendo a coesão e integração social, assim como as relações laborais. Por último, no setor do capital humano tratamos de investimentos conectados com a implementação de práticas de boa governação, especialmente no que respeita a estruturas de organização e gestão, boas e más práticas laborais e de remuneração do pessoal, assim como o cumprimento de obrigações fiscais por parte da instituição sobre a qual recai o investimento (Thompson, 2023).

De forma a simplificar, no âmbito desta dissertação será utilizado o termo ISR, abrangendo toda esta amplitude de definições e perceções. Pelo que, de uma forma global, entendemos tratar-se de investimentos que têm por base a consciencialização dos critérios ambientais, sociais e governativos no âmbito institucional. Isto significa que, para além do habitual lucro monetário que os investimentos permitem obter, os investidores terão em consideração outros retornos que tenham implicação não só na sua carteira, como nos

---

<sup>3</sup> Regulamento (UE) 2019/2088 do Parlamento Europeu e do Conselho de 27 de novembro de 2019 relativo à divulgação de informações relacionadas com a sustentabilidade no setor dos serviços financeiros.

<sup>4</sup> “17) «Investimento sustentável», um investimento numa atividade económica que contribui para um objetivo de natureza ambiental, tal como medido, por exemplo, pelos indicadores fundamentais da eficiência dos recursos em matéria de utilização de energia, de energias renováveis, de matérias-primas, da água e dos solos, de produção de resíduos e de emissões de gases com efeito de estufa, ou do impacto na biodiversidade e na economia circular, ou um investimento numa atividade económica que contribui para um objetivo de natureza social, em particular um investimento que contribui para combater as desigualdades ou que promove a coesão social, a integração social e as relações laborais, ou um investimento em capital humano ou em comunidades económica ou socialmente desfavorecidas, desde que tais investimentos não prejudiquem significativamente nenhum desses objetivos e desde que as empresas beneficiárias do investimento empreguem práticas de boa governação, em particular no que diz respeito a estruturas de gestão, relações laborais e práticas de remuneração do pessoal más e ao cumprimento das obrigações fiscais;” (Regulamento (UE) 2019/2088 do Parlamento Europeu e do Conselho de 27 de novembro de 2019, 2019)

seus objetivos morais e éticos e ainda o impacto que tal terá na sociedade de uma forma geral.

De facto, quando falamos de ISR podemos fazer referência (i) a serviços ou produtos financeiros sustentáveis oferecidos, (ii) ao sector em que as instituições atuam ou (iii) às estratégias e abordagens utilizadas pelas empresas (Thompson, 2023).

No que diz respeito aos produtos e serviços financeiros sustentáveis, os mesmos podem ser divididos em produtos e serviços bancários, de investimento e de seguros, como por exemplo, os empréstimos indexados à sustentabilidade (“*sustainability-linked loans*”), as obrigações verdes, sociais ou sustentáveis, ou ainda os seguros contra riscos climáticos (“*climate risk insurance*”), respetivamente. No entanto, neste âmbito, permanece muitas vezes a dúvida de onde se estabelece a barreira entre o que pode ser considerado um ISR e o que não se enquadra nesta definição. A título de exemplo, um produto financeiro que tenha indexado uma doação a uma causa social em troca de um certo montante de investimento ou até fundos de investimento considerados como ISR, mas que na prática têm um conjunto de ativos que são prejudiciais para a sociedade, levam a dúvidas por parte dos investidores, que muitas vezes não são fáceis de esclarecer, levando ao conhecido *greenwashing*, abordado ao longo desta dissertação. (Thompson, 2023).

No que diz respeito ao sector de atuação das empresas, muitas definições indicam que se deverá considerar como sustentável os investimentos que são feitos rumo a atividades económicas sustentáveis do ponto de vista ambiental, como é o exemplo do setor das energias renováveis, da proteção do habitat e da biodiversidade, alternativas para a utilização do plástico, da eficiência energética, produtos amigos do ambiente (“*eco-friendly products*”), entre outros. (Thompson, 2023)

Relativamente à última dimensão, é necessário que a empresa tenha em consideração os fatores que temos vindo a referir nas suas decisões estratégicas, e que isso faça parte da cultura e processos de tomada de decisão da mesma. Estas abordagens vieram a ter um maior impacto nos negócios a partir do Acordo de Paris que veio incentivar à adoção de medidas concretas em termos de prevenção das alterações climáticas (Thompson, 2023).

Com efeito, é fácil compreender que são vários os critérios tidos em consideração pelos investidores no momento de aplicar o seu capital, especialmente em ISR, enfraquecendo a ideia de que apenas o retorno financeiro será importante.

## b. Evolução

Já foi referido que o crescimento dos ISR tem sido notável com o passar dos anos, independentemente de se tratar de mercados retalhistas ou institucionais. O facto é que, em 2020, o valor dos ISR a nível mundial ascendeu aos 35,3 triliões de dólares, representando uma margem de crescimento relativamente a 2018 de 15% (Global Sustainable Investment Alliance, 2021).

Apesar de o investimento em fundos de investimentos sustentáveis ter abrandado na segunda metade do ano, o crescimento verificado em 2020, confirmou-se igualmente em 2021, ano em que mais de um milhar de fundos foi lançado como sustentável (Smith, 2021).

Ainda a título informativo, no que diz respeito ao tipo de investidor, a popularidade destes investimentos na sociedade em geral cresceu de 71% em 2015 para 85% em 2019, enquanto na geração mais nova passou de 84% para 95%, respetivamente (Stanley, 2019). Já a nível institucional, o crescimento é astronómico, no sentido em que o número de investidores a adotar abordagens de investimentos sustentáveis aumentou 146% de 2016 até 2020, com grande destaque para a Europa e o Reino Unido em que o crescimento de 2018 a 2020 foi de 250% (Clark, 2021).

Muitos são os fatores que têm contribuído para esta alavancagem associada à sustentabilidade, como as alterações demográficas ou a renovação de gerações, alterando-se, nesse sentido, as preferências dos consumidores e os seus valores e prioridades.

Em termos práticos, de acordo com Santos & Duarte (2019), tal evolução poderá derivar do reconhecimento por parte da comunidade financeira da materialidade dos critérios ESG na determinação dos riscos e retornos ou ainda na perceção de que a incorporação destes critérios faz efetivamente parte do dever fiduciário dos intermediários para com os seus clientes, permitindo que estes abordem este tipo de investimentos e incentivem de certa forma os investidores a optar por tal. Por outro lado, também a preocupação corrente com o impacto a “curto-prazo” na *performance* das empresas, nos retornos de investimentos e no comportamento do mercado propícia este aumento nos ISR. Numa vertente mais macroeconómica, efetivamente a pressão da concorrência que procura diferenciar-se através da oferta de serviços de investimento responsável como vantagem competitiva acaba por contribuir também para este desenvolvimento. Por último, a

vontade dos investidores de quererem ser cada vez mais ativos requer uma maior transparência sobre onde e como o seu capital está a ser investido, não concordando com qualquer ativo disponível no mercado, daí procurarem fatores que vão mais além, nomeadamente ao encontro das suas considerações morais e éticas.

Por estes motivos, é possível verificar-se o reconhecimento crescente de que de facto a sustentabilidade, em todas as suas vertentes, tem-se tornado um fator crucial para o sucesso a longo prazo dos investimentos e restantes negócios sustentáveis.

No decorrer desta dissertação será analisado, na prática, o que se espera que ocorra no futuro a estes investimentos, nomeadamente através da análise concreta à intenção dos portugueses de investirem em ISR no futuro.

## IV. Legislação

### a. O surgimento da legislação “sustentável”

Conforme exposto *supra*, foi com o relatório “*Who Cares Wins*” – “Quem se importa ganha”, em 2004, que a ONU introduziu o tema ESG. Mantendo esta Organização uma preocupação constante relativamente a estes temas, foi em 2015 que se desenrolou um dos momentos mais importantes da sustentabilidade financeira, o desenvolvimento da Agenda 2030 para o Desenvolvimento Sustentável (Organização das Nações Unidas, 2015) onde foram discutidos e implementados 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), com 169 metas a serem concretizadas através da cooperação entre as diferentes organizações, empresas, governos e restante sociedade, dada a abrangência dos objetivos estipulados, que incluem áreas desde a promoção da paz à erradicação da pobreza, passando pela proteção dos recursos naturais, entre outros aspetos. Estes ODS, ainda que não sejam juridicamente vinculativos, vêm estabelecer um *framework* para um crescimento sustentável, agrupando fatores sociais, ambientais, económicos, de inovação e institucionais numa única visão, encorajando as instituições governamentais, as empresas, assim como os indivíduos a abordarem os temas ESG nas suas condutas. Mais de 150 países subscreveram estes ODS aos quais foi solicitado um reporte da forma como estas medidas se encontram a ser implementadas e alcançadas.

Esta iniciativa da ONU foi seguida pelo Acordo de Paris (Acordo de Paris, 2016), adotado na Conferência das Partes (COP) em 2015 e cuja entrada em vigor se verificou no final do ano seguinte. Este acordo vem implementar um compromisso entre os diversos países integrantes com o objetivo de mitigar as consequências derivadas do aquecimento global, tornando-se assim no primeiro acordo climático universal e juridicamente vinculativo. Para além disso, o Acordo de Paris inclui uma panóplia de áreas que terão impacto no alcance dos objetivos estabelecidos, incluindo-se aqui o sistema financeiro.

Em primeira linha, decorre da alínea c) do n.º 1 do artigo 2.<sup>o</sup> do referido Acordo, o papel fundamental que a área financeira tem nas alterações climáticas a nível mundial,

---

<sup>54</sup>“O presente acordo, ao reforçar a aplicação da convenção, incluindo a realização do seu objetivo, procura reforçar a resposta mundial à ameaça que constituem as alterações climáticas, no contexto do desenvolvimento sustentável e dos esforços para erradicar a pobreza, nomeadamente através das seguintes medidas: (...) c) Tornar os fluxos financeiros coerentes com um percurso conducente a um desenvolvimento com baixas emissões de gases com efeito de estufa e resiliente às alterações climáticas.” (Acordo de Paris, 2016).

acrescendo aqui o n.º 3 do artigo 9.º do referido Acordo que aborda especificamente o financiamento climático, conforme segue “[N]o quadro de um esforço mundial, as partes que são países desenvolvidos deveriam continuar a assumir um papel de liderança na mobilização de meios para financiar a ação climática a partir de uma grande variedade de fontes, instrumentos e canais, dado o papel significativo dos fundos públicos, através de uma série de medidas, incluindo o apoio às estratégias impulsionadas pelos países, e tendo em conta as necessidades e prioridades das partes que são países em desenvolvimento. Essa mobilização do financiamento da ação climática deve representar uma progressão em relação aos esforços anteriores” (Acordo de Paris, 2016), estabelecendo-se especificamente os mecanismos financeiros úteis a ser utilizados nesta luta climática.

De forma a concretizar o caminho mais sustentável, a Comissão Europeia (2018) destacou um Grupo de Peritos de Alto Nível sobre Financiamento Sustentável (*High-Level Expert Group* (HLEG)) de forma a desenvolver um sistema de estratégias para o fortalecimento das finanças sustentáveis através, nomeadamente, da revisão da legislação existente e da emissão de recomendações ao nível da sustentabilidade no setor. Em consequência do relatório emitido por este Grupo, a Comissão Europeia (CE) (2018) apresentou, nesse mesmo ano, o Plano de Ação: Financiar um Crescimento Sustentável, com o objetivo de cumprir com as metas estabelecidas, através da ligação entre a parte financeira e económica do sistema com as necessidades concretas da economia europeia em prol do ambiente e da sociedade no geral, que veio a ser publicado em março de 2018.

Este Plano de Ação vem propor, entre outras iniciativas, uma maior transparência na divulgação de informação sustentável por parte das empresas, assim como a implementação de uma Taxonomia na União Europeia (UE), isto é, um sistema de classificação comum e único no que diz respeito a definições e características sustentáveis, juntamente com a criação de rótulos para os produtos financeiros considerados verdes ou a promoção do investimento sustentável pelos privados.

Por outro lado, prevê ainda o esclarecimento dos deveres dos gestores de ativos e dos investidores institucionais, assim como das seguradoras e das empresas de investimento, de forma que os fatores sustentáveis não sejam ignorados nos processos de tomada de decisão. De facto, de acordo com o dever fiduciário, abordado em maior pormenor adiante nesta dissertação, estas entidades já se encontram obrigadas a propor o melhor produto ao cliente consoante as suas características e necessidades, como os objetivos do

investimento ou o perfil de risco, no entanto, não se exigia que tivessem em consideração a vertente sustentável. Assim sendo, uma vez que estes organismos poderão promover este aconselhamento financeiro, o mesmo deverá ter em conta não só a tolerância ao risco ou as preferências e prioridades do investidor na generalidade para os investimentos, mas também as preferências em termos de sustentabilidade que deverão ser tidas em consideração na avaliação da adequação do investimento.

Adicionalmente, fazemos ainda referência às ações 7, 9 e 10 incluídas neste Plano. A primeira destas pretendia implementar o esclarecimento das obrigações dos gestores de ativos e dos investidores institucionais através de proposta legislativa que terá dois objetivos: i) exigir explicitamente que os investidores institucionais e os gestores de ativos integrem as considerações de sustentabilidade nos seus processos de tomada de decisão; e ii) aumentar a transparência perante os investidores finais quanto à forma como integram os fatores de sustentabilidade nas suas decisões de investimento, em particular no que respeita às preocupações desses mesmos investidores em termos de exposição aos riscos de sustentabilidade. Já no que diz respeito à Ação 9, a mesma é intitulada de reforço das divulgações e das regras contabilísticas em matéria de sustentabilidade, incluindo-se aqui a elaboração e divulgação de relatórios de informação não financeira, o que, consequentemente, permitirá que os investidores acedam e analisem estas informações para uma decisão de investimento mais consciente e fundamentada. Por último, a Ação 10 foca na componente de *governance*, prevendo a promoção de um governo sustentável das empresas e a atenuação da visão de curto prazo nos mercados de capitais, com o intuito de promover um governo societário mais propício aos investimentos sustentáveis, nomeadamente no que diz respeito à divulgação de estratégias de sustentabilidade por parte dos conselhos de administração das empresas, assim como na forma de atuação destes membros em defesa dos interesses a longo prazo da instituição.

Por último, referimos ainda a Estratégia de Financiamento da Transição para uma Economia Sustentável, publicada pela Comissão Europeia (2021) que, de uma forma geral, pretendeu alargar a contribuição do setor financeiro para a evolução sustentável. Neste sentido, vem estender o âmbito do anterior Plano de Ação, sugerindo assim, entre outras iniciativas, a ampliação do conjunto de instrumentos de financiamento a nível sustentável, com o intuito de promover um acesso mais fácil ao financiamento de transição, assim como o desenvolvimento de ações e regulação relativas a este financiamento sustentável.

Estas iniciativas da UE conectadas com a crescente preocupação a nível ambiental, assim como social e governativa, levaram a uma maior diligência para a promoção de legislação no âmbito destes fatores ESG, inicialmente com especial enfoque na sustentabilidade. Neste sentido, tem vindo a crescer o quadro regulatório nacional e europeu na área da sustentabilidade financeira.

#### b. Legislação “sustentável”

Conforme já exposto, muitos são os tópicos que a legislação nacional e europeia visam acautelar no âmbito das finanças sustentáveis, impactando o sistema financeiro a vários níveis, como o reporte de informação às entidades supervisoras ou a divulgação de informação suficiente e com qualidade ao mercado no geral. Damos nota que a exposição *infra* não segue, propositadamente, a ordem cronológica, mas sim as temáticas relacionadas com os Regulamentos emitidos.

Em primeiro lugar, no que diz respeito à divulgação de informação não financeira, a Diretiva 2014/95/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 22 de outubro de 2014, que altera a Diretiva 2013/34/UE no que se refere à divulgação de informações não financeiras e de informações sobre a diversidade por parte de certas grandes empresas e grupos (Diretiva 2014/95/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 22 de outubro de 2014, 2014) (*Non-financial Reporting Directive* (NFRD)) veio estreitar a legislação europeia, apesar de só ter sido transposta para o ordenamento jurídico nacional anos mais tarde, em 2017, através do Decreto-Lei n.º 89/2017, de 28 de julho.

O âmbito de aplicação subjetivo desta Direta inclui grandes empresas consideradas entidades de interesse público, que empreguem, em média, mais de quinhentos trabalhadores durante o exercício anual. Em termos práticos surge com o objetivo de clarificar o nível de transparência e de detalhe que as instituições devem seguir de forma a promover uma compreensão acessível da informação prestada, permitindo retirar inferências relativamente ao empenho, dedicação e impacto das atividades de determinada empresa no que diz respeito a questões ESG.

Em complemento a esta Diretiva, foi publicada em 2022 a Diretiva (UE) 2022/2464 do Parlamento Europeu e do Conselho de 14 de dezembro de 2022 que altera o Regulamento (UE) n.º 537/2014, a Diretiva 2004/109/CE, a Diretiva 2006/43/CE e a Diretiva 2013/34/UE no que diz respeito ao relato de sustentabilidade das empresas (Diretiva (UE)

2022/2464 do Parlamento Europeu e do Conselho de 14 de dezembro de 2022 , 2022), denominado comumente como *Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)*, que entrou em vigor em janeiro de 2023 e que veio estabelecer alterações aos requisitos da NFRD em matéria de comunicações no âmbito da sustentabilidade, assim como o alargamento da aplicabilidade da referida Diretiva a todas as grandes empresas e empresas cotadas em mercados regulamentares, com exceção das microempresas. Cumpre aqui salientar que a sua transposição será feita de forma faseada podendo, relativamente a certas normativas, prolongar-se até 2029.

Ainda no âmbito da divulgação de informação, entrou em vigor o Regulamento (UE) 2019/2088 do Parlamento Europeu e do Conselho de 27 de novembro de 2019, relativo à divulgação de informações relacionadas com a sustentabilidade no setor dos serviços financeiros (Regulamento (UE) 2019/2088 do Parlamento Europeu e do Conselho de 27 de novembro de 2019, 2019), denominado SFDR, aplicável desde 10 de março de 2021. Conforme o nome indica, este Regulamento foca no dever de divulgação e transparência, por parte dos intervenientes do mercado financeiro e dos consultores financeiros, relativamente a informação específica sobre a forma como lidam com os riscos em matéria de sustentabilidade, com a sustentabilidade concretamente em relação a produtos financeiros, assim como com os impactos negativos que os processos poderão causar na sustentabilidade. Sucede que, esta obrigação de divulgação de informação, assim como a sua aplicação e exigência, variam consoante o tipo de produto, de informações a prestar e de intervenientes em questão. De destacar que o SFDR é o primeiro Regulamento a introduzir uma definição de investimento sustentável, conforme exposto anteriormente na abordagem ao conceito de ISR.

Juntamente com o SFDR, surge o Regulamento (UE) 2019/2089 do Parlamento Europeu e do Conselho de 27 de novembro de 2019 que altera o Regulamento (UE) 2016/1011 no que diz respeito aos índices de referência da UE para a transição climática, aos índices de referência da UE alinhados com o Acordo de Paris e à divulgação das informações relacionadas com a sustentabilidade relativamente aos índices de referência. Com efeito, veio estabelecer uma política de determinação se um produto é considerado sustentável ou não sustentável, através de índices de referência.

No que diz respeito aos deveres de informação, o SFDR veio posteriormente a ser alterado pelo Regulamento (UE) 2020/852 do Parlamento Europeu e do Conselho de 18 de junho de 2020 (Regulamento (UE) 2020/852 do Parlamento Europeu e do Conselho de 18 de

junho de 2020, 2020), designado Regulamento da Taxonomia, que se encontra igualmente complementado por inúmeras normas técnicas de regulamentação em matérias específicas, quando em causa se encontrem produtos financeiros que promovam, pelo menos, características ambientais ou sociais, e cujo objetivo sejam investimentos sustentáveis.

O estabelecimento de uma Taxonomia financeira que tivesse em consideração estes fatores mostrou-se como uma iniciativa primordial e essencial. Através desta Taxonomia foi possível obter um sistema de classificação universal, de modo a identificar os critérios ao abrigo dos quais qualquer investimento ou produto financeiro contribuirá para os objetivos sustentáveis estabelecidos pela UE, uma vez que se trata de um sistema de classificação elaborado de forma a ser possível a comparação entre normas, rótulos e produtos que contribuam significativamente para estes objetivos. Em suma, este regulamento permitiu uma harmonização através da definição de critérios para a identificação das atividades económicas que podem ser classificadas como sustentáveis, em substituição da classificação de produtos financeiros em específico. No entanto, devido a toda a complexidade inerente ao desenvolvimento desta classificação, foi decidido pela CE abordar, em primeira linha, os objetivos ambientais, deixando para o futuro as restantes vertentes.

Assim, apenas em fevereiro de 2022 é que surgiu a proposta de inclusão da taxonomia social na Taxonomia já existente, com o intuito de estabelecimento de objetivos sociais, como o trabalho digno, padrões de vida e bem-estar adequados, assim como comunidades e sociedades inclusivas e sustentáveis (Platform on Sustainable Finance, 2022).

Mais tarde, no seguimento do dever de divulgação de informação associado à SFDR, foi publicado o Regulamento Delegado (UE) 2022/1288 da Comissão, de 6 de abril de 2022 que complementa o SFDR (Regulamento Delegado (UE) 2022/1288 da Comissão de 6 de abril de 2022, 2022), através do qual foi disponibilizado um *template* de reporte obrigatório para a descrição do modo como os principais impactos adversos nos fatores de sustentabilidade são tidos em conta na avaliação das decisões de investimento.

Por forma a complementar as Diretivas e Regulamentos expostos até ao momento, a CE adotou, no início de 2022, uma proposta para uma Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa ao dever de vigilância das empresas em matéria de sustentabilidade, alterando a Diretiva (UE) 2019/1937 (Proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do

Conselho relativa ao dever de diligência das empresas em matéria de sustentabilidade e que altera a Diretiva (UE) 2019/1937, 2022). Conforme já identificado, esta proposta de Diretiva foca, essencialmente, nas práticas de governo das empresas, promovendo a que as mesmas se tornem mais sustentáveis através, por exemplo, da integração destas medidas de vigilância nas políticas da empresa ou mais concretamente na concretização de deveres a implementar aos administradores das empresas no que diz respeito à evolução e supervisão destas medidas. Por outro lado, implementa um plano, objetivando a abrangência de medidas compatíveis com a transição para uma economia sustentável, nos termos do Acordo de Paris, e prevê ainda a adoção de medidas adequadas para a análise de atuais ou potenciais consequências adversas relacionadas com os direitos ambientais e sociais. Damos ainda nota que, caso se verifique, da análise realizada, preocupações legítimas relativamente ao impacto não positivo em matéria de direitos ambientais ou humanos, esta proposta de Diretiva vem colocar ao dispor a possibilidade de apresentação de reclamações às empresas.

Ainda relacionado com a divulgação de informação, mas focando no que diz respeito à veracidade das declarações apresentadas pelas empresas ao nível da sustentabilidade, uns anos antes, em 2019, foi publicado o Regulamento (UE) 2019/2020 do Parlamento Europeu e do Conselho de 20 de junho de 2019 relativo à fiscalização do mercado e à conformidade dos produtos e que altera a Diretiva 2004/42/CE e os Regulamentos (CE) n.º 765/2008 e (UE) n.º 305/2011 (Regulamento (UE) 2019/1020 do Parlamento Europeu e do Conselho de 20 de junho de 2019, 2019). O referido Regulamento, formalmente conhecido como Regulamento das Alegações Ambientais da UE releva no que ao *greenwashing* diz respeito, uma vez que prevê medidas referentes a alegações enganosas e inerentes à sustentabilidade, promovidas por empresas.

Por último, ainda no decorrer do Plano de Ação *supra* mencionado, surge o denominado “Pacote” Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (DMIF), composto pela Diretiva 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros, assim como pela Diretiva n.º 2006/73/CE, de 10 de agosto de 2006, e o Regulamento (CE) n.º 1287/2006, de 10 de agosto de 2006 (Directiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros, que altera as Directivas 85/611/CEE e 93/6/CEE do Conselho e a Directiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, 2004), nominada DMIF I. O conteúdo previsto nestes documentos foi objeto de transposição para o direito interno

português através de alteração ao Código dos Valores Mobiliários, integrando regras ao nível da sustentabilidade a aplicar a empresas de investimento e a gestores de organismos de investimento coletivo em valores mobiliários, assim como de fundos de investimento alternativos.

Esta iniciativa legislativa derivou do aumento de investidores interessados em investir em mercados financeiros, evidenciando a necessidade para a existência de um enquadramento jurídico capaz de garantir um nível de proteção dos investidores elevado, assim como uma harmonização legislativa para a atuação dos diversos intervenientes (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 2018).

Com a evolução da crise financeira em 2007, verificou-se que a proteção concedida por este pacote não seria suficiente para garantir a segurança e estabilidade do sistema financeiro, especialmente no respeitante aos instrumentos financeiros. Nesse sentido, surgiu a proposta da denominada DMIF II, a Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 15 de maio de 2014 relativa aos mercados de instrumentos financeiros e que altera a Diretiva 2002/92/CE e a Diretiva 2011/61/EU (Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros e que altera a Diretiva 2002/92/CE e a Diretiva 2011/61/UE, 2014), que vem reforçar a harmonização legislativa e o enquadramento jurídico e regulatório comunitário aplicável aos mercados dos instrumentos financeiros, transposta para o ordenamento jurídico português pelo Decreto-Lei n.º 109-H/2021, de 10 de dezembro. Esta Diretiva revoga a DMIF I e prevê o reforço da proteção dos investidores não profissionais, no âmbito da divulgação de informação, assim como dos deveres que assistem aos intermediários financeiros.

No sentido de compreender melhor a que nível os intermediários financeiros e restantes intervenientes no mercado se encontram abrangidos por estes deveres relacionados com a sustentabilidade, este tema será explorado com mais detalhe no desenvolvimento desta dissertação.

### c. Atuação do setor financeiro: bancos centrais e entidades reguladoras

Muito trabalho tem sido feito pelos bancos centrais, supervisores e reguladores financeiros e órgãos internacionais com o objetivo de lidar com riscos ESG no setor

financeiro com o objetivo de permitir o alinhamento entre este sistema e a sustentabilidade no geral.

Podemos destacar aqui, em primeiro lugar, o G20. Este fórum internacional composto por ministros das finanças e governadores de bancos centrais de vinte grandes economias<sup>6</sup>, tem como objetivo a discussão e coordenação de políticas relacionadas com o fortalecimento da economia global, incluindo a melhoria da estabilidade financeira internacional (Thompson, 2023).

No âmbito do G20, foram criados diferentes grupos de estudo, sendo que, em 2018, o *G20 Sustainable Finance Study Group* identificou como prioridades para o desenvolvimento das finanças sustentáveis no setor privado as seguintes:

- i. Ampliar a gama de ativos sustentáveis e incentivar o investimento nestes;
- ii. Desenvolver e aumentar os capitais privados e de risco sustentáveis; e
- iii. Utilizar tecnologias digitais de forma a promover a prática e a adoção de sustentabilidade aplicada às finanças (G20 Sustainable Finance Study Group, 2018).

Por outro lado, como consequência do G20, podemos ainda referir o *Financial Stability Board* (FSB), que agrega bancos centrais e reguladores financeiros na promoção da estabilidade financeira global. O FSB veio a lançar a *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD) com o objetivo de desenvolvimento de uma gama de orientações úteis para as organizações, nomeadamente no que diz respeito aos riscos associados a uma rápida transição para um mundo com carbono reduzido (Thompson, 2023).

Cabe ainda salientar brevemente a *Central Banks and Supervisors' Network for Greening the Financial System* (NGFS), composta por uma rede global de bancos centrais e autoridades de supervisão, que visa promover a gestão dos riscos ambientais no setor financeiro, especialmente aqueles relacionados com as alterações climáticas, apoiando

---

<sup>6</sup> Atualmente fazem parte a África do Sul, Alemanha, Arábia Saudita, Argentina, Austrália, Brasil, Canadá, China, Coreia do Sul, Estados Unidos da América, França, Índia, Indonésia, Itália, Japão, México, Reino Unido, Rússia, Turquia e a União Europeia.

assim a transição para uma economia mais responsável, com o aumento do financiamento sustentável (Banco de Portugal, 2022).

Já o Banco de Pagamentos Internacional (*Bank for International Settlement* (BIS)) estabeleceu, juntamente com o Comité de Basileia<sup>7</sup>, a *Task Force on Climate-related Financial Risks* (TCFR), visando a coordenação de abordagens de regulação financeira, assim como abordagens de supervisão no que diz respeito aos riscos relacionados com o clima (Thompson, 2023).

Autoridades regulatórias europeias, como o Banco Central Europeu (BCE), a Autoridade Bancária Europeia (EBA), a Autoridade Europeia de Mercados de Valores Mobiliários (ESMA) e a Autoridade Europeia para Seguros e Pensões Ocupacionais (EIOPA) têm também vindo a desenvolver iniciativas inerentes ao crescimento e promoção da sustentabilidade no setor financeiro.

Conforme exposto, é clara a preocupação das organizações internacionais, com especial relevo para as europeias, que têm feito um grande esforço na análise e desenvolvimento de iniciativas focadas na sustentabilidade, no geral e financeira, criando, para tal, vários organismos de estudo para posterior implementação de medidas concretas ao nível dos fatores ESG. Toda esta preocupação demonstra novamente a relevância de toda a envolvente ESG na comunidade, aguardando-se novas medidas a qualquer momento.

#### d. Compromissos futuros

Apesar de o futuro ser uma incógnita, facto é que as diversas iniciativas até agora tidas em consideração não irão estagnar por aqui. As preocupações focadas em ESG são fundamentais para o desenvolvimento e crescimento de uma sociedade mais saudável e próspera. Assim, é claro que as finanças sustentáveis desempenham aqui um papel crucial, no sentido de ser possível alcançar os objetivos traçados pela ONU, juntamente com o cumprimento das restantes iniciativas legislativas da União Europeia ao nível ESG, assim como o *European Green Deal* (*Commission for the Environment, Climate Change*

---

<sup>7</sup> “Comité de Supervisão Bancária de Basileia afirmou-se nas últimas décadas como referência mundial na definição de política regulatória de cariz prudencial. Tem sido responsável pela definição de vários padrões nos quais se baseia a regulamentação bancária internacional, com destaque para os acordos de Basileia II e III, que estão na base da legislação da União Europeia nesta matéria. O acordo de Basileia II, implementado na União Europeia entre 2006 e 2007 através das Diretivas 2006/48/CE e 2006/49/CE, estrutura a regulação bancária em três pilares: (i) Requisitos mínimos de fundos próprios; (ii) Processo de supervisão e Gestão de Risco; e (iii) Disciplina de Mercado.” (Banco de Portugal, s.d.)

*and Energy*, 2022). Para tal, de forma a completar os objetivos propostos, não é suficiente o esforço do setor público e governativo, estabelecendo-se aqui uma das principais estratégias ao nível das finanças sustentáveis, isto é, o direcionamento e concentração dos investimentos em ativos que tenham em consideração as preocupações inerentes aos fatores ESG, focando deste modo nos restantes intervenientes do mercado, quer sejam investidores, empresas ou outras partes interessadas, assim como os intermediários financeiros.

De forma a haver uma adaptação e ajustamento à conjuntura atual, e tendo em consideração todos os fatores *supra* explorados, vários são os intervenientes do mercado que terão de tomar medidas. É neste sentido que se tem visto a reação a este fenómeno das finanças sustentáveis não só nos governos e organizações internacionais, como também nas empresas (maioritariamente Pequenas e Médias Empresas (PME)) e nas instituições financeiras. Este desenvolvimento deve-se, em parte, a toda a envolvente regulatória, mas também à pressão exercida por clientes e investidores, que levaram estas instituições a reconhecer que existem riscos sustentáveis e que deverá ocorrer uma transição para uma economia mais sustentável através da integração de fatores de sustentabilidade, nomeadamente, nos seus modelos de governo interno e de gestão de risco, algo que se espera que seja implementado em grande escala no futuro.

Entre outras iniciativas, destacamos ainda o compromisso estabelecido pela CE de, durante a próxima época, mobilizar, pelo menos, €1 bilião neste tipo de investimentos, os denominados ISR conforme resulta do SFDR, ou seja, daqueles investimentos em atividades económicas que se encontram conexas com objetivos de natureza ambiental, social ou em capital humano ou comunidades económica ou socialmente desfavorecidas.

#### e. Proteção do investidor

Apesar da crescente evolução dos ISR, impulsionada pelo conhecimento dos fatores ESG e da procura por produtos mais sustentáveis, a necessidade de desenvolvimento de estratégias mais eficazes e capazes de ajustar o conteúdo informativo em termos ESG, assim como os restantes termos associados ao investimento, ainda não foi totalmente satisfeita (Sciarelli, Cosimato, & Landi, 2020).

De facto, o que um indivíduo faz e a forma como atua são duas coisas totalmente diferentes, motivo pelo qual o processo de tomada de decisão de um investidor sustentável

que pretenda investir em um ISR pode ser dividido em dois métodos fundamentais. O primeiro focado no que a empresa faz e a que indústria pertence, e o segundo focado na forma como a empresa atua. Ou seja, em primeiro lugar a atuação relacionada diretamente com a atividade desenvolvida pela empresa e em segundo lugar o modo como a empresa age no seu todo, nomeadamente através da forma como os trabalhadores são tratados ou como defende o respeito pelo meio ambiente no decorrer da sua estratégia organizacional (Smiles & Purcell, 2023). Neste sentido, a ponderação realizada por cada investidor, ainda que tendo em consideração as mesmas instituições e os mesmos investimentos, poderá variar consoante o peso que cada um dá a cada um dos fatores.

Assim, de modo a proteger os investidores e a prosseguir para o bom funcionamento do mercado, é exigida a existência de um conjunto de regras e princípios que visam preservar os interesses e os direitos dos primeiros, auxiliando ainda nas decisões de investimento, de modo que estas sejam tomadas de forma informada e melhor alinhadas com os interesses e o perfil do investidor.

Já referido no âmbito da evolução legislativa a nível sustentável, após a crise financeira de 2007, e dada a crescente complexidade do mercado financeiro, o legislador europeu quis implementar um conjunto de medidas ao nível da proteção e transparência no que diz respeito aos serviços prestados relativamente a investimentos, com o intuito de melhorar o funcionamento e de garantir a segurança do mercado. Nesta medida, o legislador previu os principais critérios a seguir pelos intermediários financeiros no exercício das suas atividades, introduzindo nesta esfera regulamentos e diretivas extremamente importantes para a economia sustentável.

Um dos marcos mais importantes relacionados com estes tópicos remonta a 2012. Foi neste ano que o Parlamento Europeu introduziu o Documento de Informação Fundamental (DIF) direcionado para apoiar potenciais investidores na comparação e escolha de fundos. Após esta implementação, os próprios gestores de fundos começaram por incorporar voluntariamente secções adicionais de informação respeitante a ESG nos seus relatórios financeiros, com o propósito de responder à crescente necessidade destes de obter informações acerca de externalidades sociais e ambientais, proporcionando ainda uma comunicação mais clara e transparente (Sciarelli, Cosimato, & Landi, 2020).

No sentido de abordar com mais pormenor as maiores preocupações ao nível da proteção do investidor, há três temas que devem ser aqui sinalizados, o dever fiduciário, o dever

de informação e o *greenwashing*. De seguida, é realizada uma breve exposição dos referidos termos, sendo a importância dos mesmos na decisão dos investidores de optarem por ISR discutida posteriormente, em consonância com os resultados obtidos no estudo elaborado na segunda parte desta dissertação.

#### i. Dever fiduciário

De modo simplista, o dever fiduciário é imposto a quem está responsável por gerir o capital de outrem, de forma a proteger este último. De acordo com este dever, o encarregado pela gestão tem a obrigação de atuar no melhor interesse dos beneficiários, sem privilegiar o próprio interesse, agindo sempre de boa-fé e com lealdade (Sullivan, Martindale, Feller, & Bordon, *O Dever Fiduciário no Século XXI*, 2015).

A questão que se colocou durante muitos anos foi a de perceber se este dever assiste aos intermediários quando em causa estejam ISR, uma vez que para alguns, este dever apenas deveria prevalecer quando estão em causa retornos financeiros (Thompson, 2023), no sentido de que os responsáveis por gerir o capital investido tenham em consideração a maximização dos lucros do investidor, nunca descartando preferências gerais de investimento deste, o que poderia ser sensível quando estamos perante ISR, uma vez que se pode considerar que quem está a atuar em nome de outrem não se encontra obrigado a ter em conta na sua avaliação tais fatores, a não ser que expressamente solicitado pelo investidor.

De acordo com o relatório *A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment* (relatório *Freshfields*), a possível integração das considerações ESG numa análise de investimentos é indispensável, considerando-se necessária e admissível em todas as jurisdições (independentemente de se tratar de países regidos pelo Direito anglo-saxónico ou Direito romano-germânico) (Asset Management Working Group of the UNEP Finance Initiative, 2005).

Este conceito acabou por ser revisto em 2019, estabelecendo-se que, com o objetivo de atuar no melhor interesse do investidor, com diligência e boa-fé, o responsável pelo investimento deverá ter em consideração na sua tomada de decisão os fatores ESG, de modo a cumprir com o seu dever fiduciário (Sullivan, Martindale, Feller, & Bordon, *Fiduciary Duty in the 21st Century: Final Report*, 2019).

De facto, muitos entendem que a não consideração de fatores ESG nas suas tomadas de decisão poderiam compreender uma violação dos deveres fiduciários. Mas como poderão os agentes estarem certos do que os investidores pretendem, sendo isto um critério muito mais subjetivo que o retorno financeiro?

Como responsável pelo capital de outrem, caso o único fator a ser tido em consideração seja o financeiro, parece-nos claro que se tenha em consideração apenas a maximização do capital. No entanto, quando inserimos outros ponderadores, como é o caso do impacto ambiental, social ou governativo, não é tão claro qual seria a opção por parte do investidor, uma vez que não se trata de um valor monetário, mas sim de considerações, ou seja, não é possível uma avaliação quantitativa, mas sim de um ponto de vista mais qualitativo do investimento em questão.

Por outro lado, haverá quem entenda que ter em consideração estes fatores ESG no âmbito do dever fiduciário poderá colocar em risco o desempenho do investimento. Neste sentido, muitos gestores de ativos invocam que não têm em consideração os fatores ESG precisamente porque isso colocaria em causa o dever fiduciário, uma vez que não iriam maximizar o retorno monetário do cliente, argumentando que apenas utilizariam estes fatores ESG nas tomadas de decisão, caso fosse possível inferir, sem qualquer dúvida, que tal inclusão não iria colocar em causa o valor dos investimentos (Sullivan, Martindale, Feller, & Bordon, *O Dever Fiduciário no Século XXI*, 2015).

Foi neste sentido que a DMIF II foi crucial para o mundo dos ISR, uma vez que veio reforçar a proteção dos investidores, especialmente dos investidores considerados não profissionais e que, portanto, são dotados de menor experiência. Com efeito, para além do fortalecimento geral do tipo de informação que deverá ser comunicada aos investidores, tanto na fase pré como pós-contratual, a DMIF II prevê também que, no aconselhamento prestado ao investidor e na gestão de carteiras, sejam tidas em consideração as preferências ESG deste último, com o intuito de indicar os produtos ou serviços que se coadunam melhor com o perfil e as preferências deste.

A incorporação destas preferências ESG exige algumas alterações ao nível dos questionários de definição do perfil do investidor, de modo que os fatores de sustentabilidade não impactem os restantes parâmetros de avaliação. Deste modo, antes de questionarem acerca das preferências ESG e por forma a evitar possíveis incompatibilidades, as empresas e os indivíduos que prestam aconselhamento devem, em

primeira linha, analisar os objetivos do investimento, assim como o horizonte temporal pretendido e as restantes características do investidor.

Assim, para que este questionário seja suficiente e adequado, o mesmo terá de ser exaustivo e de se verificar útil ao ponto de ajudar o investidor a formalizar as suas preferências gerais e a identificar os *trade-offs* que se encontra disposto a aceitar.

Assim, não é suficiente que os investidores partilhem toda esta informação, tornando-se igualmente necessário que os intermediários financeiros e restantes consultores sejam capazes de avaliar este tipo de informação. A nível nacional, a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) publicou o Regulamento n.º 6/2022 (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 2022) que passa por explorar a integração dos riscos e fatores de sustentabilidade nos seus deveres enquanto intermediários financeiros.

A título informativo, também ao nível europeu, duas orientações foram publicadas no sentido de auxiliar no que diz respeito aos requisitos da DMIF em matéria de adequação (European Securities and Markets Authority, 2023) e governação (European Securities and Markets Authority, 2023).

## ii. Dever de informação

O dever fiduciário não deve ser confundido com o dever de informação. Enquanto o primeiro se foca no dever dos intermediários financeiros e consultores autónomos, de atuarem de forma a concretizar as melhores escolhas para o investidor, o segundo refere-se ao dever de partilha de divulgação não só dos intermediários financeiros, mas também dos emitentes por si só, maioritariamente empresas, assim como dos autores de índices, conforme melhor identificado adiante.

Esta atuação torna-se essencial uma vez que boas decisões de investimento proporcionam uma ótima alocação de recursos no mercado financeiro caso o mercado, em especial os investidores, estejam devidamente informados no que diz respeito às características dos produtos ou serviços que pretendem adquirir. Claro é que a informação divulgada no âmbito dos investimentos tradicionais, em comparação com os ISR varia, uma vez que nestes últimos os fatores ambientais, sociais e governativos têm impacto na análise e na tomada de decisão por parte dos investidores. Assim, é crucial, para o bom funcionamento do mercado, que seja dado a conhecer aos participantes melhor e mais aprofundada informação do impacto dos investimentos aos níveis ambiental, social e governativo, algo

que muitas vezes não é percebido pelos investidores, ou não o é da melhor forma (Steuer & Troger, 2021).

Assim, no sentido de incentivar o investimento em ISR, a CE optou por direcionar a sua estratégia para que fosse tida em consideração a informação divulgada e disponível para os investidores (Steuer & Troger, 2021).

Mais importante do que a quantidade de informação disponibilizada, é a qualidade da mesma, nomeadamente a transparência com que esta é prestada, permitindo a todos os intervenientes da cadeia tomarem decisões informadas e que reflitam uma avaliação precisa do impacto de determinado investimento, consoante as suas preferências e os seus objetivos de investimento.

Este dever de informação tem diferentes níveis de aplicação, consoante o interveniente em questão. Em primeiro lugar, ao nível dos emitentes, seguido dos intermediários financeiros e, por último, no que diz respeito aos responsáveis pela emissão de índices juntamente com os administradores de *benchmarks* (Steuer & Troger, 2021).

De uma forma sumária, ao nível da divulgação pelos emitentes, a partilha de informação relativamente aos instrumentos disponíveis é crucial para permitir aos investidores escalar as suas preferências, avaliando e comparando as características dos diferentes produtos.

Por outro lado, também as considerações ESG e outras características avaliadas deverão ser partilhadas na informação divulgada pelos intermediários financeiros, por forma a cumprir o seu papel fundamental de informar e aconselhar os investidores da melhor perspectiva possível, não apenas ao nível dos relatórios globais dos intermediários financeiros, mas especificamente quanto ao produto em questão.

Por último, todos os indicadores e índices de referência constituem um fator determinante para as tomadas de decisão, uma vez que permitem o acompanhamento do desempenho de um produto financeiro, tornando-se a divulgação destes crucial. Quando estamos perante ISR, os índices de referência encontram-se ajustados às características dos ativos em causa, pelo que irão transmitir informações acerca do desempenho sustentável dos produtos, medido em relação ao índice de referência estipulado (Steuer & Troger, 2021).

Foi com o objetivo de uma política mais acessível e transparente de ISR que a legislação de proteção dos investidores tem vindo a ser desenvolvida, desde deveres de informação, como o já referido SFDR, complementado pelo Regulamento da Taxonomia, que

consagra deveres de informação aplicáveis a todos os intervenientes no mercado financeiro, assim como deveres de informação específicos que, consoante o produto em causa, deverão ser divulgados no âmbito das informações pré-contratuais ao nível do produto financeiro (*cf.* artigos 6.º, 8.º e 9.º do SFDR), nos *websites* dos intervenientes (*cf.* artigo 10.º do SFDR) e nos relatórios periódicos (*cf.* artigo 11.º do SFDR ) (Regulamento (UE) 2019/2088 do Parlamento Europeu e do Conselho de 27 de novembro de 2019, 2019).

De uma forma geral, no que diz respeito aos deveres de informação pré-contratuais, detalhes da forma como a integração dos riscos em matéria de sustentabilidade nas decisões de investimento é realizada e o resultado da avaliação dos potenciais impactos negativos em termos de sustentabilidade referentes ao produto financeiro em causa deverão ser partilhados com os possíveis investidores. Em casos particulares como o dos produtos mencionados nos artigos 8.º<sup>8</sup> e 9.º<sup>9</sup> do SFDR, outro tipo de informações deverá ser divulgado, de acordo com este mesmo Regulamento, uma vez que este detalha as especificidades consoante o tipo de produto em questão.

Já no que diz respeito à informação a ser divulgada no sítio *web* do interveniente ou nos relatórios periódicos, a mesma também varia consoante o tipo de produto em causa, remetendo-se aqui para os respetivos artigos do SFDR, conforme referido *supra*.

### *iii. Greenwashing*

Apesar da evolução acentuada dos temas sustentáveis, como exposto anteriormente, muitos conceitos ainda não têm definições universalmente aceites, como é o caso do *greenwashing*. Entre outros aspetos, uns entendem-no abrangendo apenas questões ambientais, enquanto outros incluem neste conceito igualmente questões sociais ou governativas (Gatti, Seele, & Rademacher, 2019).

No âmbito desta dissertação, seguimos a definição proposta por Marquis, Toffel, & Bird (2011) que definem *greenwashing* como a atuação que produz uma imagem fraudulenta, através de alegações falsas acerca de um determinado produto ou serviço que uma

---

<sup>8</sup> Refira-se aqui o “(...) produto financeiro que promova, entre outras, características ambientais ou sociais, ou uma combinação destas características, desde que as empresas em que são efetuados os investimentos respeitem as práticas de boa governação (...)” (Regulamento (UE) 2019/2088 do Parlamento Europeu e do Conselho de 27 de novembro de 2019, 2019).

<sup>9</sup> Refira-se aqui caso em que o “(...) produto financeiro tiver como objetivo investimentos sustentáveis e tiver sido designado um índice de referência (...)” (Regulamento (UE) 2019/2088 do Parlamento Europeu e do Conselho de 27 de novembro de 2019, 2019).

empresa tem disponível, incitando que o mesmo seja compreendido como dotado de um sentido de sustentabilidade que na verdade não tem. Acresce ainda a divulgação seletiva de fatores positivos sobre as práticas ambientais e sociais de uma instituição, sem a partilha dos pontos menos positivos inerentes a estes fatores.

Neste mesmo sentido, o *greenwashing* poderá estar associado a campanhas publicitárias enganosas, e não apenas ao aconselhamento direto por parte das empresas. Com efeito, a Direção-Geral do Consumidor (DGC) e a Auto Regulação Publicitária (ARP) (2021) publicaram um guia que explica o que poderá consubstanciar uma alegação ambiental no âmbito da comunicação comercial, alertando os consumidores para estas práticas e orientando os restantes intervenientes a atuarem em conformidade com vista à promoção dos produtos e serviços sem menções a características menos verdadeiras a nível sustentável. De acordo com este mesmo guia, uma alegação ambiental consiste numa declaração ou informação divulgada na comunicação comercial através da qual se sugere que um produto ou serviço reúne um conjunto de atributos que têm impacto positivo ou menos nocivo no ambiente (Direção-Geral do Consumidor; Auto Regulação Publicitária, 2021).

Referimos agora as diferentes abordagens que podem consubstanciar ações de *greenwashing*. Por exemplo, uma instituição que destaca os benefícios ambientais e sociais de um determinado investimento, sem que os prejuízos relacionados sejam referidos, ou o caso da descrição de um produto ou serviço como sendo sustentável ou “verde” quando na verdade, os requisitos para tal não se encontram verificados, ou ainda quando se verifique uma contradição nas ações da instituição, nomeadamente quando uma organização pretende lançar um novo fundo de investimento com a conotação ESG, no entanto permanece a gerir inúmeros fundos com um alcance muito superior que é claramente a desfavor dos fatores ESG (Marquis, Toffel, & Bird, 2011).

Todos estes temas serão abordados no capítulo de discussão desta dissertação. Após esta breve exposição teórica, alcançamos a parte da dissertação mais analítica, pelo que, após a mesma, seguir-se-á a análise global, de forma a cumular a parte mais teórica deste trabalho com a parte mais prática.

## V. Os investimentos socialmente responsáveis da perspetiva dos investidores portugueses

### a. Enquadramento e objetivos

Toda a discussão atual em torno dos temas ESG, derivada do crescimento que tem vindo a surtir resultados positivos no âmbito dos ISR, assim como o desenvolvimento da legislação disponível e dos regimes aplicáveis, acaba por impactar a sociedade numa perspetiva global, motivo pelo qual não se quis deixar de explorar este impacto numa perspetiva mais prática.

Deste modo, após a exposição teórica do tema em análise e de forma a interpretar algumas questões suscitadas ao longo deste trabalho e a dar alguns esclarecimentos, optou-se por analisar a perceção dos portugueses no que diz respeito aos ISR de uma forma quantitativa. Para tal, foi conduzido um estudo focado em indivíduos de nacionalidade portuguesa cujo objetivo é perceber qual o (des)conhecimento no que diz respeito a estes investimentos, assim como a frequência com que investem atualmente nestes e a propensão a, no futuro, o fazerem.

Para tal, foi analisada, nomeadamente, a forma como os inquiridos agiriam se tivessem de optar entre um ISR e um investimento comum, assim como as perceções destes aos deveres de divulgação de informação e à qualidade da informação prestada e do aconselhamento disponível neste âmbito.

Mais concretamente, e derivado dos resultados alcançados com a análise, determinou-se estudar com maior pormenor o impacto de diferentes intervenientes em dois principais ramos: (i) na frequência de investimento (atual) em ISR e (ii) na intenção futura de investimento em ISR.

### b. *Background*

De facto, não existem muitos estudos focados na perceção da população aos ISR, especialmente em Portugal, existindo sim relatórios mais focados nos fatores ESG de outras perspetivas, nomeadamente devido ao recente crescimento do tema, pelo que na revisão bibliográfica efetuada, optou-se por focar em estudos realizados há menos de dez anos, para que tivessem alguma sensibilidade aos dias de hoje.

Assim, após consultar os estudos disponíveis, foi perceptível que seria útil estudar na atualidade os fatores ESG e os ISR da perspectiva dos indivíduos, conhecedores ou não deste tipo de ativos, uma vez que poucos estudos optam por focar na ótica do perfil dos investidores.

De uma perspectiva mais focada nos fatores ESG, Sanches Garcia & Orsato (2020) estudaram a relação entre os fatores ESG e a *performance* financeira de empresas de países emergentes e desenvolvidos, tendo concluído, entre outros tópicos, por uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a *performance* ESG e o desempenho financeiro das empresas dos países desenvolvidos, ao contrário do verificado nos países emergentes.

Focado mais no sistema bancário, Batae, Dragomir, & Feleaga (2020) estudaram de que forma os indicadores ESG e de desempenho financeiro variam de acordo com os diferentes tipos de classificações que podem existir no sistema bancário europeu, nomeadamente no que diz respeito a países da zona euro e a países externos à zona euro, não sendo novamente estudado do ponto de vista dos investidores.

Já o artigo denominado *Sustainable Development and the Financial System: Society's Perceptions About Socially Responsible Investing* desenvolve um estudo em que, através de questionários ao público espanhol é possível tirar conclusões acerca da forma como estes visualizam todo esta envolvente sustentável em que, no total de 345 respostas, foi possível considerar apenas 20 indivíduos como sendo consumidores socialmente responsáveis, definidos como aqueles que adquirem produtos ou serviços que percebem ter um impacto positivo ou menos negativo no ambiente ou um indivíduo que apoia empresas que pretendem efetuar mudanças sociais positivas. Decorre ainda deste artigo que apenas cerca de 54% dos inquiridos tinham ouvido falar de ISR e menos de 6% tinham alguma vez investido nestes investimentos, sendo este nicho composto maioritariamente por pessoas do género feminino, na meia-idade, com nível de educação elevado e um valor de remuneração médio-elevado (Escrig-Olmedo, Muñoz-Torres, & Fernández-Izquierdo, 2012).

Também no ano de 2013, Berry & Junkus (2013), optaram por seguir a estratégia utilizada anteriormente e aprofundar este tema da perspectiva do investidor, incluindo investidores que integram estratégias ESG na sua tomada de decisão e investidores que não o fazem. De entre muitas das conclusões efetuadas, este estudo afirma que no geral os investidores

preferem recompensar as empresas que apresentam políticas ESG positivas em detrimento da sua exclusão com base em determinados produtos e serviços que prestam, focando-se nesta forma na perspetiva mais de organização e estratégia interna da empresa, ou seja, no processo interno e menos no impacto que o produto final distribuído tem na sociedade.

De facto, uma das conclusões que é possível retirar destes estudos é a falta de sensibilização que existe em termos de produtos financeiros conectados com ESG, assim como que quanto mais elevado o nível de qualificação profissional inerente ao indivíduo, mais bem informado este está e maior é o interesse em ISR. No entanto, é sempre importante destacar que estes estudos foram concluídos há cerca de dez anos e que, nesse momento, os autores já indicam a tendência de crescimento e que este nível de sensibilização pode ser melhorado no futuro, de modo a permitir incentivar produtos e serviços mais sustentáveis.

Por fim, mais recentemente e abstraindo da vertente europeia, Chhetri & Sharma (2022) optaram por estudar o nível de sensibilização e de perceção dos investidores aos ISR num contexto mais pequeno, isto é, no estado indiano de Sikkim, através do qual afirmam haver um desenvolvimento positivo deste tipo de investimento e que, apesar de já se verificar uma sensibilidade notável nos investidores aos temas ESG, de facto ainda poucos se interessam por investir diretamente em ISR.

### c. Modelo conceptual

O modelo de investigação proposto utilizado tem por base a combinação de revisão de literatura e de estudos qualitativos que avaliaram os ISR de uma perspetiva mais global, assim como concretamente da ótica do investidor. Assim, para o nosso estudo consideramos quatro contextos como potenciais influenciadores da intenção de investir em ISR e da frequência de investir em ISR:

- i. Perfil do inquirido: receio de investir, aptidão para o risco, conhecimento geral e conhecimento em ISR;
- ii. Empoderamento: domínio das competências necessárias para investir em ISR, importância do investimento em ISR, impacto dos ISR na sociedade e autonomia na forma como é feito o investimento em ISR;

- iii. Sensibilidade aos fatores ESG: preocupação com os fatores sociais e governativos e preocupação com os fatores ambientais;
- iv. Características inerentes ao investimento: retorno do investimento e dificuldade em obter aconselhamento.

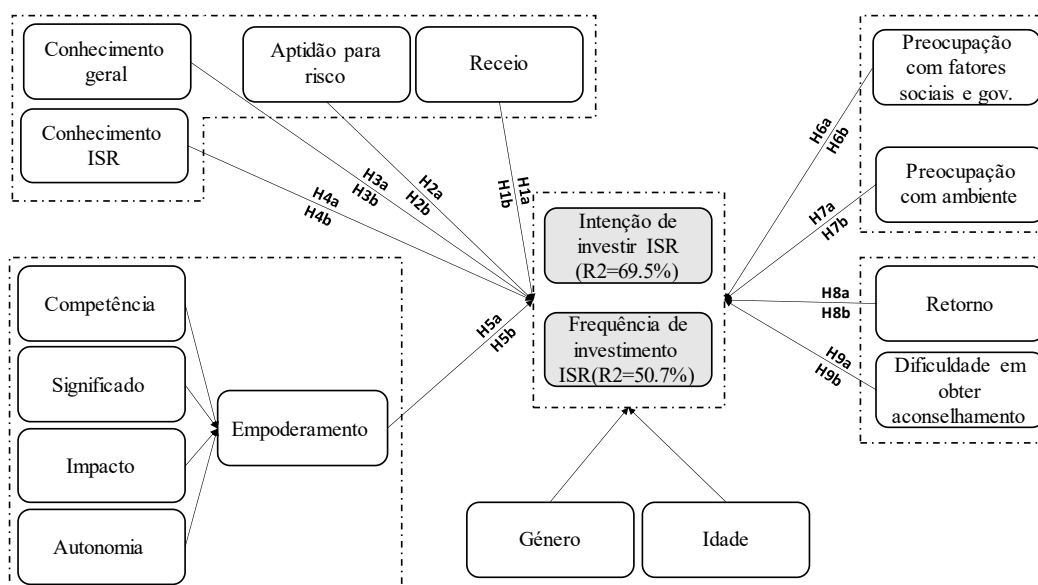


Figura 1: Hipóteses do modelo de investigação

Com base no método previamente exposto, foram seleccionadas as seguintes hipóteses, relativamente a cada um dos referidos contextos:

i. Perfil do inquirido

No contexto denominado perfil do inquirido incluímos fatores como o conhecimento geral e o conhecimento específico em ISR, com o intuito de aferir a familiarização dos inquiridos com investimentos, sejam tradicionais ou ISR, assim como o grau de conhecimento acerca da forma como se investe no geral e, especificamente do que oferecem os ISR (Hamzah & Tanwir, 2021). Este tópico abrange ainda o perfil do investidor de uma perspetiva mais crítica, isto é, de forma a entender se este se considera mais avesso ao risco e com mais receio de arriscar em novidades ou se pelo contrário gosta de se aventurar e investir em coisas novas. Este avalia também se o motivo pelo qual não investem ou não pretendem investir no futuro em ISR se prende com o facto de terem receio de investir acreditando tratar-se de ISR e na verdade não o serem ou ainda com medo de gastar mais dinheiro do que o que gastariam num investimento tradicional (Agarwal & Prasad, 1998).

H1a: O receio influencia positivamente a intenção de investir em ISR.

H1b: O receio influencia positivamente a frequência de investimento em ISR.

H2a: A aptidão para o risco influencia positivamente a intenção de investir em ISR.

H2b: A aptidão para o risco influencia positivamente a frequência de investimento em ISR.

H3a: O conhecimento geral influencia positivamente a intenção de investir em ISR.

H3b: O conhecimento geral influencia positivamente a frequência de investimento em ISR.

H4a: O conhecimento acerca de ISR influencia positivamente a intenção de investir em ISR.

H4b: O conhecimento geral influencia positivamente a frequência de investimento em ISR.

## ii. Empoderamento

Conforme explícito na figura 1, o empoderamento inclui quatro diferentes vertentes, desde a competência à autonomia, passando pelo significado e pelo impacto que estes investimentos poderão ter da perspectiva do investidor.

Neste sentido, os inquiridos foram questionados de forma a ser possível autoavaliar-se de uma perspectiva comportamental, isto é, a título de exemplo, se considera que tem as competências necessárias para efetuar um ISR, se acredita que investindo neste tipo de ativo tem uma influência significativa na comunidade, assim como se, da sua perspectiva, investindo em ISR lhe permite produzir um sentimento de independência e liberdade na forma como investe (Naranjo-Zolotov, Oliveira, & Casteleyn, 2018).

H5a: O empoderamento influencia positivamente a intenção de investir em ISR.

H5b: O empoderamento influencia positivamente a frequência de investimento em ISR.

## iii. Sensibilidade aos fatores ESG

De modo a perceber o impacto dos fatores ESG no comportamento dos investidores, optamos ainda por estudar quais dos fatores teriam mais relevância num processo de

tomada de decisão. Para tal, decidimos distinguir entre fatores sociais e governativos por um lado e fatores ambientais por outro.

Da perspectiva dos fatores sociais e governativos questionamos qual a preocupação dos indivíduos com este tipo de considerações, dando exemplos como o respeito pelos direitos humanos ou a estratégia fiscal utilizada por uma empresa. Por outro lado, da perspectiva ambiental tentamos averiguar se estaríamos perante “consumidores verdes” ou se se tratavam de indivíduos que tivessem em consideração a poluição ambiental ou outros efeitos que possam colocar em causa o ambiente (Barbarossa, Beckmann, De Pelsmacker, Moons, & Gwozdz, 2015).

H6a: A preocupação com fatores sociais e governativos influencia positivamente a intenção de investir em ISR.

H6b: A preocupação com fatores sociais e governativos influencia positivamente a frequência de investimento em ISR.

H7a: A preocupação com fatores ambientais influencia positivamente a intenção de investir em ISR.

H7b: A preocupação com fatores ambientais influencia positivamente a frequência de investimento em ISR.

#### iv. Características inerentes ao investimento

De um ponto de vista mais focado em externalidades e não apenas no investidor, estudamos ainda fatores inerentes ao mercado e ao investimento que pudessem influenciar os comportamentos dos indivíduos. Aqui incluímos obviamente o fator financeiro, denominado como o retorno do investimento, assim como o aconselhamento oferecido respeitante aos ISR, de forma a perceber se se considera que o mesmo é acessível, suficiente e de boa qualidade (Kaur, Dhir, Singh, Sahu, & Almotairi, 2020).

H8a: O retorno do investimento influencia positivamente a intenção de investir em ISR.

H8b: O retorno do investimento influencia positivamente a frequência de investimento em ISR.

H9a: A dificuldade em obter aconselhamento influencia positivamente a intenção de investir em ISR.

H9b: A dificuldade em obter aconselhamento influencia positivamente a frequência de investimento em ISR.

#### v. Fatores sociodemográficos

Por forma a analisar o perfil dos inquiridos, é comum a utilização de indicadores sociodemográficos como o género, a idade, o nível de escolaridade, o estado atual em termos profissionais e o nível de rendimento (Yang & Zhao, 2015). Para o estudo em questão, e conforme a figura 1, analisamos com maior detalhe a idade e o género.

#### d. Método e amostra

Este estudo envolveu a recolha de dados quantitativos através de um questionário em português preparado para testar o modelo de investigação. Para tal, foi disponibilizado um questionário online (*cf.* Anexo A) de forma a recolher as respostas necessárias.

As questões foram adaptadas de literatura publicada acerca do comportamento de consumidores e de estudos realizados por entidades de supervisão. Na sua maioria as perguntas deveriam ser respondidas através de uma escala numérica de sete pontos (em que 1 representa discordo totalmente e 7 concordo totalmente).

Em termos de amostra, a mesma é aleatória e composta por 151 inquiridos de nacionalidade portuguesa e residentes em Portugal. Em termos concretos, responderam ao questionário 78 pessoas do género feminino e 73 pessoas do género masculino.

Relativamente à idade, temos uma representação de diferentes faixas etárias, entre os 18 e os 64 anos, sendo que a faixa etária mais representada está entre os 25 e os 34 anos, com 39% dos inquiridos, seguida dos 35 aos 44 anos, com 23% das pessoas que responderam, seguida dos mais jovens, entre os 18 e os 24 anos, ascendo a 19%. A geração mais idosa, a partir dos 45 representa uma percentagem de 18,5%, sendo que a geração dos 55 aos 64 representa 3,3% e a geração dos 45 aos 54 os restantes.

Já no que diz respeito ao nível de escolaridade, a maioria dos inquiridos (cerca de 90%) é licenciado ou possui um nível mais elevado de qualificação (pós-graduação, mestrado ou doutoramento), enquanto cerca de 10% concluiu o 12.º ano, sem ter avançado para um curso superior.

Por outro lado, em termos de ocupação, mais de 80% da amostra é qualificada como trabalhador, sendo que apenas aproximadamente 3% está numa situação de desemprego

ou reforma. Os restantes 22 inquiridos (14,6%) responderam ao questionário enquanto estudantes.

No que diz respeito às condições financeiras da amostra, em termos de rendimento pessoal mensal líquido, 57% refere auferir um rendimento entre 1000€ e 3000€, seguido de 22,5% que auferem entre 500€ e 1000€. Empatados, e representando 9,9% cada um, temos os inquiridos que recebem mensalmente menos de 500€ ou entre 3000€ e 5000€. Por outro lado, apenas um dos inquiridos atinge o patamar dos rendimentos superiores a 5000€.

Se considerarmos como investidores socialmente responsáveis aqueles que confirmam estar familiarizados com ISR, da amostra final, cerca de 34% preenchem este requisito.

#### e. Análise dos principais resultados

O método escolhido para compreender os comportamentos dos investidores relativamente a ISR resulta de uma abordagem quantitativa utilizando o método de equações estruturais. Este procedimento é constituído por uma estrutura estatística que posteriormente mostra a ligação dos construtos através de um modelo estrutural de forma a testar e estimar as relações entre si (Benitez, Henseler, Castillo, & Schubert, 2020), utilizando uma combinação de dados estatísticos e pressupostos causais qualitativos (Martins, Costa, Oliveira, Gonçalves, & Branco, 2019).

Com o objetivo de avaliar as hipóteses formuladas, o modelo foi estimado utilizando o método dos mínimos quadrados parciais. Este foi o método escolhido uma vez que os requisitos para a sua utilização se encontram verificados. São eles o facto de este modelo que prevê explicar a sensibilidade dos indivíduos portugueses aos ISR não ter sido testado anteriormente (Ke, Liu, Wei, Gu, & Chen, 2009), assim como o facto de não exigir qualquer pressuposto restritivo relativamente à distribuição das variáveis (Fornell & Bookstein, 1982). Para construir este modelo e analisar os resultados obtidos foi utilizado o software Smart PLS 4.0.

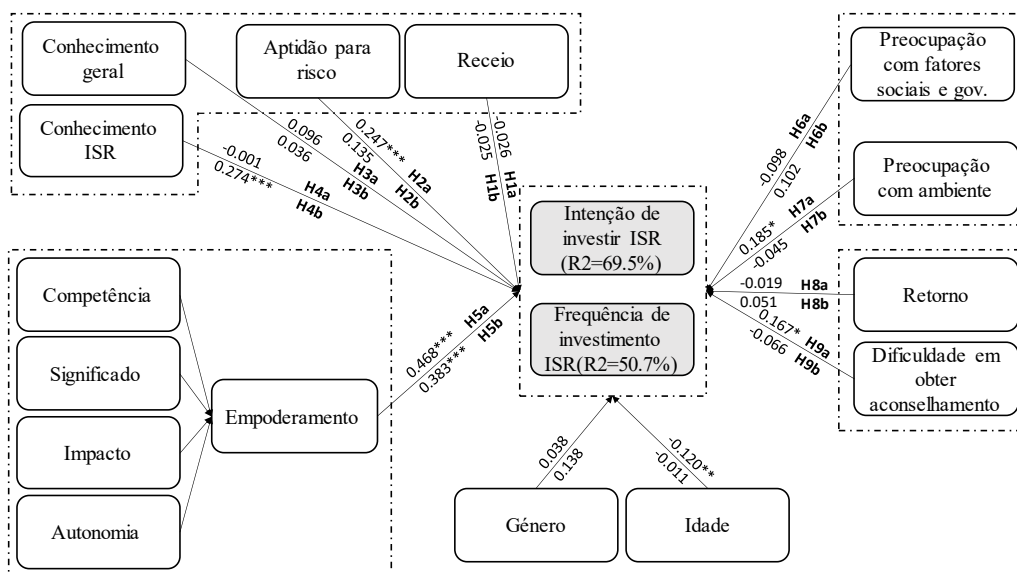


Figura 2: Modelo de investigação

Com a análise feita concluímos que o modelo utilizado explica 69,5% a intenção dos portugueses de investir em ISR e 50,7% a frequência de investimento em ISR. Os resultados indicam que a aptidão para o risco ( $\hat{\beta}a = 0,247$ ;  $p < 0,01$ ) e o empoderamento ( $\hat{\beta}a = 0,468$ ;  $p < 0,01$ ) são estatisticamente significativos para a intenção de investir em ISR, verificando-se as hipóteses H2a e H5a. Já no que diz respeito à frequência de investimento em ISR, os resultados indicam que o conhecimento relativamente a ISR ( $\hat{\beta}b = 0,274$ ;  $p < 0,01$ ) e o empoderamento ( $\hat{\beta}b = 0,383$ ;  $p < 0,01$ ) são significantes, pelo que se consideram verificadas as hipóteses H4b e H5b. Também é possível afirmar que a idade influencia a intenção de investir em ISR ( $\hat{\beta}a = -0,120$ ;  $p < 0,05$ ), verificando-se H10a. Ainda no que diz respeito à intenção de investir em ISR, também as preocupações por fatores ambientais ( $\hat{\beta}a = 0,185$ ;  $p < 0,1$ ) e a dificuldade em obter aconselhamento no momento de investir ( $\hat{\beta}a = 0,167$ ;  $p < 0,1$ ) são estatisticamente significativas, verificando-se as H7a e H9a. Das restantes hipóteses, nenhuma se confirma, uma vez que os resultados não são estatisticamente relevantes.

No que diz respeito às variáveis de controlo, apenas a idade influencia positivamente a intenção de investir em ISR ( $\hat{\beta}a = -0,120$ ;  $p < 0,05$ ), o que significa que nesta variável o género não tem impacto, assim como nem a idade nem o género impactam a frequência de investir em ISR. Neste sentido, quanto mais velho o indivíduo, menor a propensão para investir em ISR. Neste sentido, quanto mais velho o indivíduo, menor a propensão para investir em ISR, o que pode derivar do facto de as preocupações dos mais novos estarem cada vez mais direcionadas para a proteção ambiental e restantes vertentes ESG.

## f. Principais conclusões do estudo

Com o desenvolvimento das crises ambientais e sociais e conseqüentemente das preocupações ESG, a necessidade de estudar os comportamentos da população no que respeita a estes fatores vai ganhando também relevância. Através deste estudo conseguimos concluir, em primeiro lugar, que, de entre os conceitos ESG, os fatores ambientais são os mais importantes para os portugueses, passando os sociais e governativos para segunda linha.

Esta investigação concluiu ainda que a disposição de um indivíduo para o risco, isto é, a forma como gere a sua aversão ao risco e à incerteza, influencia significativamente a sua propensão para investir em ISR e em sentido oposto, ou seja, quanto maior o receio e a incerteza que sentem ao ponderar investir em ISR, menor será a intenção de efetivamente optar por investir nestes.

Já a dificuldade em obter informações acerca de ISR e a pouca qualidade da informação disponível, apesar de não impactar significativamente, também constitui um fator preponderante na intenção de investir em ISR. É fácil perceber que estas conclusões se relacionam entre si, uma vez que o medo de investir e de arriscar em instrumentos pouco conhecidos poderá derivar do facto de a informação disponível acerca destes não ser suficiente ou de não conter a qualidade desejada. O coeficiente positivo deste fator para a intenção de investir sugere então que indivíduos interessados neste tipo de investimentos, e, portanto, que mais procuram informação, se deparam com uma grande dificuldade em encontrá-la, seja em termos de quantidade como qualidade.

Acresce ainda que, a preocupação com os fatores ESG, especificamente com os representados pela letra E, levará a uma maior propensão para o investimento sustentável. Isto porque, um indivíduo que se considere um “consumidor verde”, ou que adote uma postura de proteção ambiental ou ainda que atue de forma a reduzir posturas prejudiciais para o ambiente, por norma, terá um perfil de candidato que mais facilmente irá investir em ISR, em comparação com um indivíduo que não tenha qualquer sensibilidade pelos fatores ESG.

Sendo uma área em constante desenvolvimento e não tão explorada como os investimentos tradicionais, chegamos à conclusão que, na perspetiva de a frequência de

investimento, de facto, ter conhecimentos e capacidade de investir em ISR autonomamente influencia significativamente a concretização deste investimento.

Foi possível concluir ainda que este domínio das competências necessárias para investir em ISR, assim como a autonomia inerente a este processo, o significado que estes investimentos têm para o indivíduo e o impacto que estes acreditam ter na sociedade ao optar por investir em ISR influenciam tanto a intenção de investir em ISR, como a frequência de investimento nestes.

De uma vertente mais comparativa, entre os investimentos tradicionais e os ISR, quando questionado até quanto estaria disposto a investir comparando os retornos de ambos os investimentos, três dos inquiridos responderam que estariam dispostos a investir em ISR caso o retorno fosse inferior em 100% ao de um investimento tradicional, o que demonstra o compromisso assumido por estes inquiridos no que respeita aos ISR e aos fatores ESG, uma vez que, independentemente do retorno, preferem investir de forma sustentável ao invés de investir de forma (exclusivamente) lucrativa. Por outro lado, mais de 25% assume que investiria caso o retorno fosse inferior 10% a 20%, seguido de 36 inquiridos que respondem que o fariam entre 20% e 30% de diferença. Assim, enquanto aproximadamente 87% dos inquiridos seria capaz de investir em ISR caso o retorno fosse inferior ao de um investimento tradicional até 50%, apenas aproximadamente 13% o fariam caso o retorno fosse superior a 50%.

Estas inferências provam, por um lado, que a motivação para cada indivíduo investir neste tipo de investimentos efetivamente varia. Uns irão fazê-lo pelos valores morais e éticos pelo qual se regem, independentemente do retorno financeiro que pretendem alcançar, enquanto outros irão sempre colocar o retorno financeiro em primeiro lugar e, tendo em consideração os valores ESG, ou não, o seu processo de tomada de decisão será especialmente influenciado pelo dinheiro.

Da análise às respostas obtidas, podemos ainda concluir que cerca de 92% dos inquiridos preferem investir em empresas que levam em consideração os seus valores morais, éticos e ambientais, enquanto cerca de 91% defende que investir em empresas que têm em conta fatores ambientais e sociais levam a uma melhor forma de negócio e 83% entendem que empresas que tenham em consideração estes fatores são mais bem geridas.

Dois aspetos que valem a pena destacar nas conclusões deste estudo são as (des)motivações associadas à falta de intenção em investir em ISR, nomeadamente, o

receio de despende mais recursos do que o investido num investimento tradicional, ou que ao optar por este investimento possa perder dinheiro, ou ainda que possa estar a investir erradamente, isto é, achando que se trata de ISR e na verdade não o serem. O outro aspeto a referir é a falta de informações e de aconselhamento que se dispõe a este nível, conforme já referido.

No que diz respeito ao receio inerente ao investimento nestes ativos, aproximadamente 77% dos inquiridos afirmam que tem medo de investir conscientes de que o estão a fazer em ISR e no final não o serem. Por sua vez, no que diz respeito ao fator dinheiro, apesar da diferença mínima, cerca de 76% indicam ter receio de gastar mais dinheiro ao optarem pelos ISR em comparação com os restantes investimentos.

Por outro lado, no que respeita à informação disponível acerca de ISR e de ESG, 78% dos inquiridos têm dificuldade em ter aconselhamento no momento de investir em ISR, ao passo que aproximadamente 74% entende que a qualidade do aconselhamento existente não é boa.

#### g. Limitações do estudo

Apesar de o estudo realizado se demonstrar relevante aos dias de hoje algumas limitações devem ser apontadas. Em primeiro lugar, a amostra, apesar de aleatória, não representa a generalidade de contextos, pelo que os resultados podem variar consoante a conjuntura em causa, nomeadamente pelo facto de parte dos inquiridos não se considerar sequer investidor.

Para além disso, é um estudo realizado a pessoas de nacionalidade portuguesa e residentes atualmente em Portugal, esperando-se que no futuro seja feita uma abordagem global neste sentido e não apenas centrada num país.

Por outro lado, também os indicadores escolhidos não abrangem a globalidade de indicadores possíveis de analisar, pelo que haverá outros que explicam igualmente os comportamentos e perceções das pessoas.

#### h. Perspetivas futuras

Dos resultados obtidos é perceptível um fraco conhecimento dos ISR, no entanto, quando perspetivamos o futuro dos ISR é perceptível que não será fácil tentar ir contra a tendência ESG que tem vindo a crescer acentuadamente. Sendo ainda um tipo de investimento

meramente conhecido, é normal que, apesar do crescimento, seja difícil dar a volta e conceber que um dia teremos os ISR como o topo dos investimentos realizados a nível mundial. Ademais, é um dado adquirido que o seu crescimento tem vindo a notar-se e deriva da relevância que tem vindo a ser dada ao ambiente, à sustentabilidade, aos valores morais, éticos, e todos os outros fatores, que este crescimento seja esperado, acrescentando ainda a preocupação das gerações mais novas a este tipo de conteúdo.

Há ainda muito a melhorar para esta evolução ocorrer e para que todo o universo das finanças sustentáveis seja mais claro, compreensível e acessível. Este desenvolvimento dependerá dos investidores, sejam institucionais ou de retalho, mas também das empresas e, principalmente, dos reguladores e supervisores, quer a nível nacional, europeu e mundial.

Esta fraca sensibilidade para os ISR poderá derivar de vários fatores, nomeadamente da falta de publicidade a este tipo de investimento, seja por parte das instituições financeiras, das empresas ou até dos supervisores, ou a publicidade errada, isto é, definir os ISR como algo que não o são realmente e que, por exemplo, terá menor retorno, remontando aqui ao *greenwashing*. Por outro lado, poderá ter apenas que ver com o gosto dos portugueses e com a falta de aptidão para os temas ESG, não pretendendo investir em algo que acredita que não o irá fortalecer em nenhuma vertente.

Neste sentido, há muitos aspetos que podem ser melhorados de modo a quebrar esta fragilidade que são os ISR na sociedade e a permitir o seu efetivo crescimento. Da perspetiva institucional, parece expectável que os fatores ESG sejam integrados no negócio das empresas e se tornem efetivamente um fator de ponderação crucial no momento de decidir para os investidores. Integrar estas preocupações no negócio da empresa poderá incluir a criação de políticas internas ESG ou a criação ou adaptação de produtos ou serviços que estejam de acordo com estas evidências. Para além de tudo isto, é importante reiterar que os investidores devem estar informados, para tal, as instituições deverão garantir que há informação disponível e que esta é boa e suficiente para a análise de possíveis investidores, tendo sempre em consideração o perfil de cada investidor.

Analisando do lado dos investidores, apesar de ser expectável uma maior quantidade e qualidade da informação disponibilizada acerca de ISR por parte das instituições, os investidores não deverão deixar de procurar por esta informação e de questionar acerca da mesma, uma vez que a sua curiosidade e intenção de investimento terá uma tendência

positiva. Desta forma, os investidores estarão mais informados e não haverá assimetria de informação, condição que poderia levar a um decréscimo de ISR.

Para estudos futuros seria interessante ter tudo o que aqui foi exposto em consideração, elevando a análise, por exemplo, a nível europeu ou até uma análise comparativa, com o intuito de avaliar o grau de integração e de sensibilidade deste tipo de ativos em diferentes sociedades em que o perfil dos investidores também variará.

## VI. Discussão

De toda a exposição teórica e prática feita até ao momento, esta discussão pretende focar-se na ligação dos resultados alcançados através da análise estatística realizada, com os tópicos abordados anteriormente, especialmente no que diz respeito ao dever fiduciário, dever de informação e *greenwashing*.

Apesar de o dever fiduciário, o dever de informação e o aconselhamento propriamente dito não representarem a mesma ideia, a verdade é que estes se relacionam entre si no contexto dos serviços financeiros, motivo pelo qual no questionário realizado se optou por mencionar o aconselhamento, dada também a amostra que respondeu ao mesmo e o possível desconhecimento relativamente aos temas referidos.

Tanto o dever fiduciário como o dever de informação já foram explorados no âmbito desta dissertação e ambos acabam por contemplar a proteção dos interesses dos investidores, de forma a garantir que estes têm acesso a orientações transparentes e alinhadas com as suas metas e condições financeiras, por um lado, e por outro que têm acesso a informações claras e suficientes que permitam a melhor escolha no âmbito das suas preocupações. Já o aconselhamento neste tipo de investimentos envolve a orientação do investidor sobre como alinhar os seus objetivos financeiros com os seus valores ESG.

Da análise exposta, parece-nos que estes deveres desempenham um papel fundamental no contexto do *greenwashing*, uma vez que é pela divulgação de informações e pelo aconselhamento feito que podem surgir perceções fraudulentas no que diz respeito a práticas sustentáveis. Conforme já exposto, este fenómeno pode verificar-se pela simples divulgação enganosa de informação ou pela falha na divulgação da mesma aos investidores, nomeadamente no âmbito do dever fiduciário de fornecer informações precisas e completas aos investidores sobre os investimentos em questão, ou ainda pela divulgação de relatórios de sustentabilidade enganosos por parte das empresas, incumprindo-se desde já o dever de informação na perspetiva de que a mesma deve ser transparente e verdadeira.

Na prática, das conclusões alcançadas com os questionários realizados, ainda que a legislação aplicável a este tipo de investimentos se encontre em constante evolução positiva e com uma grande preocupação relativamente aos investidores, ficou claro que há falhas ao nível destes deveres e do aconselhamento prestado, uma vez que os

investidores consideram ter dificuldade em obter informação e aconselhamento a este nível, assim como consideram o aconselhamento oferecido insuficiente ou de pouca qualidade. Em sùmula, a falta de conhecimento em ISR e o medo de investir erradamente, nomeadamente por o aconselhamento ou a informação disponíveis não ser a melhor são, de facto, fatores preponderantes que impedem os ISR de crescer mais acentuadamente, tornando-se num dos seus maiores rivais.

Apesar de o *greenwashing* ainda se verificar com demasiado ênfase no mercado, de facto o mesmo acaba por provar a necessidade da existência de considerações ambientais e sociais para o consumidor dos produtos e serviços que adquire, daí as empresas insistirem em divulgar informação enganosa ao nível sustentável, porque entendem que é necessidade do consumidor ver e poder avaliar esses indicadores, ainda que falsos.

Por esse mesmo motivo, atualmente, é recorrente que um produto ou um serviço tenha inerente estas considerações ambientais, o problema surge do facto de nem sempre estas informações serem claras, verdadeiras ou comprovadas, induzindo o consumidor em erro. Conforme resultou do estudo promovido, ainda há muitos receios inerentes aos ISR que levam a que os investidores não optem por estes. Foi clara a conclusão de que o maior receio dos investidores se centra numa das vertentes do *greenwashing*, isto é, acreditarem estar a investir em algo sustentável, que verdadeiramente não o é.

Muitas vezes este comportamento por parte das empresas resulta da tentativa de ganho de reputação e imagem positiva ou por pressão da concorrência, não querendo ficar para trás, por outro lado, pode ser apenas por falta de conhecimento do investidor ou por insuficiência da legislação existente.

É perceptível que, havendo transparência na divulgação de informação de qualidade, torna-se mais fácil para os investidores identificarem as empresas que têm maior exposição a riscos ambientais, sociais e governativos e, por outro lado as melhores oportunidades de investimento neste âmbito, não caindo no erro de serem enganados, nomeadamente através de *greenwashing*. Assim, parece-nos de salientar que, apesar da intervenção regulatória até ao momento ter sido extremamente útil para o desenvolvimento da sustentabilidade ao nível dos mercados financeiros, de facto ainda não chegamos a um nível de proteção para os investidores de 100%, o que é normal, uma vez que a legislação visa orientar para a proteção dos investidores e dos mercados em geral, mas existirão sempre exceções e desvios ao correto funcionamento do sistema.

Este conceito acaba assim por impactar negativamente a confiança dos investidores no mercado e na veracidade e eficácia dos ISR, mesmo que este fenómeno ocorra uma única vez. Em primeiro lugar, haverá automaticamente uma perda de confiança nas empresas em questão e em certos casos, no mercado financeiro em geral, abrangendo toda a concorrência. Esta perda de confiança leva a que ocorra um aumento do ceticismo relativamente a estes investimentos, assim como uma diminuição da coragem de investir em ISR. Tudo isto potenciará uma redução de financiamentos às empresas que realmente procuram apoio e seguem os fatores ESG nas suas estratégias de negócio, enviesando o lado menos bom do mercado pois, efetivamente, haverá uma alocação errada de recursos financeiros para instituições que não contribuem como devido para a sustentabilidade, e por outro lado, provocam nos investidores uma privação de oportunidade em efetivos ISR. Tudo isto proporciona um desenvolvimento errado dos investimentos sustentáveis.

Assim, por forma a combater o impacto negativo deste fenómeno, entendemos como essencial que todos os intervenientes no mercado financeiro, desde reguladores e investidores, até às empresas e intermediários financeiros, adotem uma abordagem rigorosa na identificação e prevenção destas práticas enganosas. Isso inclui a implementação de legislação mais estrita, promovendo a transparência da divulgação de informações ESG, assim como o fortalecimento da educação dos investidores sobre questões de sustentabilidade. Somente assim os ISR serão capazes de atingir o seu potencial na promoção de práticas empresariais responsáveis e, conseqüentemente, uma economia mais sustentável.

Começando pelos reguladores, todas as iniciativas levadas a cabo até ao momento, como o Regulamento da Taxonomia ou a CSRD têm sido marcos importantes na história dos ISR, motivo pelo qual se conclui que o papel que os legisladores desempenham é fundamental, seja pela garantia de que as informações disponíveis pelas empresas são claras e verdadeiras, seja pelo estabelecimento de orientações no que diz respeito ao aconselhamento financeiro sustentável. No entanto, pela complexidade do tema, ainda há muitos desafios a serem ultrapassados para evitar a ocorrência de *greenwashing*. De facto, não é fácil incluir na legislação todas as nuances das práticas ESG, uma vez que as mesmas se encontram constantemente a ser estudadas e atualizadas para acompanhar a evolução e as necessidades da sociedade, no entanto é nesse sentido que o regulador deve evoluir.

Por outro lado, um dos fatores que acreditamos contribuir para estes resultados é o facto de, apesar de a sustentabilidade e os produtos financeiros sustentáveis estarem a evoluir destacadamente, a verdade é que tal crescimento não tem sido acompanhado pela quantidade de profissionais que prestam serviços nestas áreas e que devem estar informados de todos estes fatores, motivo pelo qual ocorre *greenwashing*, ainda que involuntariamente. Para tal, sugerimos que, de futuro, a formação especializada destes indivíduos seja reforçada de modo que seja possível estes estarem dotados de conhecimentos por forma a fornecer informações precisas e transparentes aos investidores, orientando-os sobre os riscos e os benefícios dos ISR. Quanto mais informados estiverem mais facilmente conseguem garantir que as informações fornecidas são baseadas em práticas reais e não em alegações fraudulentas. De uma perspetiva mais de evolução dos ISR, os intermediários financeiros podem também promover estas ações mais ESG exercendo influência nas empresas em nome dos clientes, pressionando de certa forma a adoção de práticas mais sustentáveis. Tudo isto se resume a um papel que os intermediários financeiros nunca devem ignorar, a atuação tendo em conta o dever fiduciário, agindo no melhor interesse do cliente.

Em terceiro, mencionamos os maiores intervenientes nos ISR, as empresas que emitem estes ativos ou que divulgam informações sobre produtos e práticas sustentáveis. Novamente a transparência é a arma mais importante. Se os emitentes transmitirem informações detalhadas, transparentes e provadas das práticas ESG que adotam e o impacto que estas têm na empresa ou diretamente nos produtos ou serviços disponíveis, a verdade é que mais facilmente o receio dos investidores em confiar nas empresas irá diminuir uma vez que demonstrará um compromisso real e efetivo com a responsabilidade sustentável e social. Mais internamente, o estabelecimento de metas concretas relacionadas com os fatores ESG inevitavelmente irá proporcionar um desenvolvimento positivo no mercado dos ISR, podendo, em certa medida, implementar o desenvolvimento de auditorias externas para verificar se efetivamente os objetivos estão ou não a ser cumpridos e porquê. Outro aspeto a relevar é o conhecimento interno da empresa, dado que é importantíssimo que todos os níveis de colaboradores entendam as necessidades da empresa ao nível dos fatores ESG, permitindo uma incorporação dos mesmos na sua estratégia corporativa, principalmente no que diz respeito à governação da entidade. Quando isto se tornar a norma, irá promover uma consciencialização maior

das restantes empresas que não vão querer ficar para trás, incentivando-se assim à adoção de negócios mais sustentáveis e conhecedores da importância do ESG.

Por último, o que podemos denominar como beneficiário último dos ISR, os investidores. Estes, sendo profissionais ou não profissionais, terão aqui um papel fundamental. Mais uma vez o conhecimento é importantíssimo. Verificamos do estudo realizado que a população ainda desconhece os ISR. Apesar da curiosidade demonstrada por alguns, muitos provam que o desconhecimento deriva da falta de informação disponível sobre a temática dos ESG. Assim, um dos aspetos primordiais para estes atores no mercado é a literacia financeira no geral e, em específico, relativamente à sustentabilidade no mercado financeiro. Esta formação teria de incluir aspetos como o que são ISR e os fatores ESG, quais as oportunidades e os riscos inerentes a estes investimentos, onde se encontram disponíveis, como é possível a sua aquisição, entre outras dúvidas. Este conhecimento mais profundo permitir-lhes-á uma análise mais informada das opções disponíveis e do impacto que cada uma terá na sua carteira e na sociedade em geral. Outro aspeto muito importante é a fonte de informação. Muitas vezes os investidores, uma vez desconhecendo o mercado, acabam por confiar em informações não fidedignas e não oficiais acerca de investimentos, pelo que é importante que sigam apenas fontes credíveis, como as entidades de supervisão e regulação financeira, por exemplo, a CMVM ou o Banco de Portugal. Outra temática que é de realçar no âmbito dos investimentos no geral é a diversidade da carteira. Os investidores têm de ter consciência de que muitas vezes investir todo o capital num só ativo pode não consubstanciar a melhor opção uma vez que o risco acabará sempre por ser mais elevado, algo que é possível reter também de formações de literacia financeira e maior conhecimento e experiência na área.

Um mecanismo muito importante ao nível do *greenwashing* são as denúncias. Ao participarem denúncias, os intermediários financeiros, as empresas e mesmo os investidores, estão a contribuir para a proteção do mercado e para a promoção de boas práticas financeiras de sustentabilidade, reduzindo o *greenwashing*. As denúncias irão, em primeiro lugar, alertar o mercado para o tópico através da exposição pública que ocorre nesses casos, produzindo ainda uma pressão acrescida sobre as empresas para a promoção da transparência, caso contrário o mercado não irá confiar nelas. Só através destas denúncias e da efetiva consequência para os autores é que o investidor terá mais confiança e menos receio nos ISR.

## VII. Conclusão

Com esta dissertação pretendeu-se focar nos ISR sem nunca esquecer os vários lados do mercado, daí ter-se optado por entender o investidor e a sua perceção deste nicho do mercado financeiro. Através deste estudo foi possível compreender a crescente importância de investir de forma consciente e sustentável num universo cada vez mais preocupado com o ambiente, com as escolhas sociais e governativas. Ao longo deste trabalho, exploramos as nuances associadas aos ISR e especialmente às falhas existentes no sistema, como na divulgação de informação e na prática do dever fiduciário, que levam, entre outros tópicos, a que ocorra *greenwashing*.

Os resultados aqui alcançados destacam a necessidade de regulamentação mais rigorosa no que diz respeito ao *greenwashing* e a uma maior supervisão e controlo deste fenómeno, de forma a proteger os investidores, especialmente os menos conhecedores da temática, mas também o mercado no seu todo.

Para além disso, evidenciamos algumas medidas a ser tomadas pelos diferentes intervenientes no mercado, nomeadamente a formação dos intermediários financeiros e também dos investidores e a partilha de denúncias rigorosas neste âmbito.

Por outro lado, podemos concluir que, embora ainda exista muito receio e muita possibilidade de evolução no que aos ISR diz respeito, o *greenwashing* não deverá ser um fator desencorajador na promoção destas práticas sustentáveis, pelo contrário, deveria enfatizar a importância do compromisso contínuo do sistema em promover a educação financeira, assim como a transparência e veracidade das informações prestadas, com o objetivo de garantir que os ISR e as considerações ESG são um fator positivo por um mundo socialmente responsável.

Por fim, podemos concluir que esta dissertação contribuiu para a compreensão de como os investidores ainda se encontram avessos aos ISR, mas também como é possível estes e os restantes intervenientes no mercado se unirem para promover um ambiente de investimento mais responsável onde as informações enganosas e fraudulentas sejam cada vez mais difíceis de evoluir. Desta forma, será mais fácil que investimentos que não foquem a 100% no retorno financeiro e que procurem também a consciencialização do bem-estar geral da sociedade tenham maior relevo nas tomadas de decisão dos investidores.

## Bibliografia

- Acordo de Paris*. (19 de outubro de 2016). Obtido de Jornal Oficial da União Europeia: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:22016A1019\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:22016A1019(01))
- Agarwal, R., & Prasad, J. (1998). A conceptual and operational definition of personal innovativeness in the domain of information technology. *Information Systems Research*, 204-215.
- Asset Management Working Group of the UNEP Finance Initiative. (outubro de 2005). *A Legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment*. Obtido de UNEP: Finance Initiative: [https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields\\_legal\\_resp\\_20051123.pdf](https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf)
- Banco de Portugal. (1 de abr de 2022). *Media - Comunicados: NGFS divulga relatório anual*. Obtido de Banco de Portugal: <https://www.bportugal.pt/comunicado/ngfs-divulga-relatorio-anual-0>
- Banco de Portugal. (s.d.). *Consultar Regras: Regras Prudenciais*. Obtido de Banco de Portugal: <https://www.bportugal.pt/page/micro-regras-prudenciais>
- Barbarossa, C., Beckmann, S. C., De Pelsmacker, P., Moons, I., & Gwozdz, W. (2015). A self-identity based model of electric car adoption intention: A cross-cultural comparative study. *Journal of Environmental Psychology*, 149-160.
- Batae, O. M., Dragomir, V. D., & Feleaga, L. (2020). Environmental, social, governance and financial performance of European banks. *Accounting and Management Information Systems - Vol. 19*, 480-501.
- Benitez, J., Henseler, J., Castillo, A., & Schuberth, F. (2020). How to perform and report an impactful analysis using partial least squares: Guidelines for confirmatory and explanatory IS research. *Information & Management*.
- Berry, T. C., & Junkus, J. C. (2013). Socially Responsible Investing: An Investor Perspective. *Journal of Business Ethics*, 707-720.

- BlackRock: Sustainable Investing.* (2023). Obtido de BlackRock: <https://www.blackrock.com/americas-offshore/en/strategies/sustainable-investing>
- Chhetri, R., & Sharma, D. (2022). A Study on the Level of Awareness and Perception of Investors Regarding Socially Responsible Investing in Sikkim. *East Asian Journal of Multidisciplinary Research (EAJMR)*, 2041-2052.
- Clark, M. (fevereiro de 2021). *Sustainable and Impact Investing 2020: Insights and Perspectives.* Obtido de Cambridge Associates: <https://www.cambridgeassociates.com/insight/sustainable-and-impact-investing-2020-insights-and-perspectives/>
- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. (1 de agosto de 2018). *Área do investidor: Perguntas e Respostas sobre novas regras para os mercados e instrumentos financeiros (DMIF II).* Obtido de CMVM: [https://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/Faq/Pages/faq\\_publico\\_dmif\\_ii.aspx](https://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/Faq/Pages/faq_publico_dmif_ii.aspx)
- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. (junho de 2022). *Regulamento da CMVM n.º 6/2022.* Obtido de [https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Regulamentos/Pages/reg\\_6\\_2022.aspx?v=~](https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Regulamentos/Pages/reg_6_2022.aspx?v=~)
- Comissão Europeia. (8 de março de 2018). *Plano de Ação: Financiar um crescimento sustentável.* Obtido de Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho Europeu, ao Conselho, ao Banco Central Europeu, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097>
- Comissão Europeia. (6 de julho de 2021). *Estratégia de financiamento da transição para uma economia sustentável.* Obtido de Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões: [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9f5e7e95-df06-11eb-895a-01aa75ed71a1.0020.02/DOC\\_1&format=PDF](https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9f5e7e95-df06-11eb-895a-01aa75ed71a1.0020.02/DOC_1&format=PDF)
- Commission for the Environment, Climate Change and Energy . (2022). *Implementing the European Green Deal: Handbook for Local and Regional Governments.* Obtido de European Committee of the Regions:

<https://cor.europa.eu/en/engage/studies/Documents/European%20Green%20Deal%20Handbook.pdf>

Decreto-Lei n.º 89/2017, de 28 de julho. (s.d.).

Direção-Geral do Consumidor; Auto Regulação Publicitária. (8 de novembro de 2021). *Alegações Ambientais na Comunicação Comercial*. Obtido de XXII Governo - República Portuguesa: <https://www.portugal.gov.pt/download-ficheiros/ficheiro.aspx?v=%3d%3dBQAAAB%2bLCAAAAAAABAAzNDI2NwIAfPy8fgUAAAA%3d>

*Directiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros, que altera as Directivas 85/611/CEE e 93/6/CEE do Conselho e a Directiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho*. (30 de abril de 2004). Obtido de <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=celex%3A32004L0039>

*Directiva (UE) 2022/2464 do Parlamento Europeu e do Conselho de 14 de dezembro de 2022*. (16 de dezembro de 2022). Obtido de Jornal Oficial da União Europeia: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022L2464>

*Directiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros e que altera a Directiva 2002/92/CE e a Directiva 2011/61/UE*. (15 de maio de 2014). Obtido de <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=celex%3A32014L0065>

*Directiva 2014/95/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 22 de outubro de 2014*. (15 de novembro de 2014). Obtido de Jornal Oficial da União Europeia: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0095>

Escrig-Olmedo, E., Muñoz-Torres, M. J., & Fernández-Izquierdo, M. Á. (2012). Sustainable Development and the Financial System: Society's Perception About Socially Responsible Investing. *Business Strategy and the Environment: Wiley Online Library*, 410-428.

*ESG: How does regulation shape socially responsible investment?* (28 de março de 2022). Obtido de Neuroprofiler: <https://neuroprofiler.com/en/esg-regulation-shape-socially-responsible-investment/>

- European Securities and Markets Authority. (3 de abril de 2023). *Orientações relativas a determinados aspetos dos requisitos da DMIF II em matéria de adequação*. Obtido de [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-04/ESMA35-43-3172\\_Guidelines\\_on\\_certain\\_aspects\\_of\\_the\\_MiFID\\_II\\_suitability\\_requirements\\_PT.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-04/ESMA35-43-3172_Guidelines_on_certain_aspects_of_the_MiFID_II_suitability_requirements_PT.pdf)
- European Securities and Markets Authority. (3 de agosto de 2023). *Orientações relativas aos requisitos da DMIF II em matéria de governação*. Obtido de [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-08/ESMA35-43-3448\\_Guidelines\\_on\\_product\\_governance\\_PT.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-08/ESMA35-43-3448_Guidelines_on_product_governance_PT.pdf)
- Fernandes, N. (2023). *Climate Finance*.
- Fornell, C., & Bookstein, F. L. (1982). Two Structural Equation Models: LISREL and PLS Applied to Consumer Exit-Voice Theory. *Journal of Marketing Research*, 440-452.
- Fornell, C., & Larcker, D. (1981). Evaluating structural equation models with unobservable variables and measurement error. *Journal of Marketing Research*, 18.
- G20 Sustainable Finance Study Group. (julho de 2018). *Sustainable Finance Synthesis Report*. Obtido de G20 Argentina Presidency 2018: [https://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2018/11/G20\\_Sustainable\\_Finance\\_Synthesis\\_Report\\_2018.pdf](https://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2018/11/G20_Sustainable_Finance_Synthesis_Report_2018.pdf)
- Gatti, L., Seele, P., & Rademacher, L. (17 de agosto de 2019). *Grey zone in – greenwash out. A review of greenwashing research and implications for the voluntary-mandatory transition of CSR*. Obtido de International Journal of Corporate Social Responsibility : <https://jcsr.springeropen.com/articles/10.1186/s40991-019-0044-9>
- Global Sustainable Investment Alliance. (2021). *Global Sustainable Investment Review 2020*. Obtido de <https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>
- Goo, J., Kishore, R., Rao, H., & Nam, K. (2009). The Role of Service Level Agreements in Relational Management of Information Technology Outsourcing: An Empirical Study. *MIS Quartely* , 119-145.

- Hair, J. F., Hult, G. T., Ringle, C., & Sarstedt, M. (2016). A primer on Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM). *Sage*.
- Hair, J. F., Ringle, C. M., & Sarstedt, M. (2011). PLS-SEM: Indeed a silver bullet. *Journal of Marketing Theory and Practice*, *19*(2), 139–152.
- Hamzah, M. I., & Tanwir, N. S. (2021). Do pro-environmental factors lead to purchase intention of hybrid vehicles? The moderating effects of environmental knowledge. *Journal of Cleaner Production*.
- Henseler, J., Ringle, C., & Sarstedt, M. (2015). A new criterion for assessing discriminant validity in variance-based structural equation modeling. *Journal of the Academy of Marketing Science*, *43*(1), 115–135.
- Kaur, P., Dhir, A., Singh, N., Sahu, G., & Almotairi, M. (2020). An innovation resistance theory perspective on mobile payment solutions. *Journal of Retailing and Consumer Services*.
- Ke, W., Liu, H., Wei, K. K., Gu, J., & Chen, H. (2009). How do mediated and non-mediated power affect electronic supply chain management system adoption? The mediating effects of trust and institutional pressures. *Decision Support Systems*, 839-851.
- Lee, G., & Xia, W. (2010). Toward agile: An integrated analysis of quantitative and qualitative field data on software development agility. *MIS Quarterly*, *34*(1), 87–114.
- Marquis, C., Toffel, M. W., & Bird, Y. (10 de maio de 2011). *Scrutiny, Norms, and Selective Disclosure: A Global Study of Greenwashing*. Obtido de Harvard Business School Organizational Behavior Unit Working Paper: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1836472](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1836472)
- Martins, J., Costa, C., Oliveira, T., Gonçalves, R., & Branco, F. (2019). How smartphone advertising influences consumers' purchase intention. *Journal of Business Research* *94*, 378-387.
- Naranjo-Zolotov, M., Oliveira, T., & Casteleyn, S. (2018). Citizens' intention to use and recommend e-participation: Drawing upon UTAUT and citizen empowerment. *Information Technology and People*, 364-386.

Organização das Nações Unidas. (2004). *Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World*. The Global Compact.

Organização das Nações Unidas. (13 de outubro de 2015). *Objetivos de desenvolvimento sustentável*. Obtido de Nações Unidas - Centro Regional de Informação para a Europa Ocidental: <https://brasil.un.org/sites/default/files/2020-09/agenda2030-pt-br.pdf>

*Overview of sustainable finance: What is sustainable finance?* (s.d.). Obtido de European Commission: [https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance\\_en](https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_en)

Platform on Sustainable Finance. (fevereiro de 2022). *Final Report on Social Taxonomy*. Obtido de [https://finance.ec.europa.eu/system/files/2022-08/220228-sustainable-finance-platform-finance-report-social-taxonomy\\_en.pdf](https://finance.ec.europa.eu/system/files/2022-08/220228-sustainable-finance-platform-finance-report-social-taxonomy_en.pdf)

*Proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa ao dever de diligência das empresas em matéria de sustentabilidade e que altera a Diretiva (UE) 2019/1937*. (23 de fevereiro de 2022). Obtido de <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/ALL/?uri=CELEX%3A52022PC0071>

*Regulamento (UE) 2019/1020 do Parlamento Europeu e do Conselho de 20 de junho de 2019*. (20 de junho de 2019). Obtido de Jornal Oficial da União Europeia: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R1020>

*Regulamento (UE) 2019/2088 do Parlamento Europeu e do Conselho de 27 de novembro de 2019*. (27 de novembro de 2019). Obtido de Jornal Oficial da União Europeia: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX:02019R2088-20200712>

*Regulamento (UE) 2020/852 do Parlamento Europeu e do Conselho de 18 de junho de 2020*. (22 de junho de 2020). Obtido de Jornal Oficial da União Europeia: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R0852&from=PT>

*Regulamento Delegado (UE) 2022/1288 da Comissão de 6 de abril de 2022*. (25 de julho de 2022). Obtido de Jornal Oficial da União Europeia: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022R1288>

- Renneboog, L., Ter Horst, J., & Zhang, C. (2008). Socially responsible investments: institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of Banking and Finance*, 32 (9), 1723-1742.
- Sanches Garcia, A., & Orsato, R. J. (2020). Testing the institutional difference hypothesis: A study about environmental, social, governance and financial performance. *Business Strategy and the Environment*, 1-12.
- Santos, S., & Duarte, T. (2019). O Setor Financeiro e o Crescimento Sustentável. Almedina.
- Sciarelli, M., Cosimato, S., & Landi, G. (2020). Socially responsible investment strategies for the transition towards sustainable development: the importance of integrating and communicating ESG. *The TQM Journal* 33,7, 39-56.
- Smiles, S., & Purcell, J. (2023). *Sustainable Investing in Practice: ESG Challenges and Opportunities*. KoganPage.
- Smith, O. (1 de novembro de 2021). *Sustainable Assets are Teetering on the \$4 Trillion Mark*. Obtido de Morningstar: <https://www.morningstar.co.uk/uk/news/216474/sustainable-assets-are-teetering-on-the-%244-trillion-mark.aspx>
- Stanley, M. (2019). *Sustainable Signals: The Individual Investor Perspective*. Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing.
- Steuer, S., & Troger, T. H. (dezembro de 2021). *The Role of Disclosure in Green Finance*. Obtido de European Corporate Governance Institute: [https://www.ecgi.global/sites/default/files/working\\_papers/documents/steuertrogerfinal.pdf](https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/steuertrogerfinal.pdf)
- Sullivan, R., Martindale, W., Feller, E., & Bordon, A. (setembro de 2015). *O Dever Fiduciário no Século XXI*. Obtido de UNEP Finance Initiative: [https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/fiduciary\\_duty\\_21st\\_century\\_summary\\_pt.pdf](https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/fiduciary_duty_21st_century_summary_pt.pdf)
- Sullivan, R., Martindale, W., Feller, E., & Bordon, A. (2019). *Fiduciary Duty in the 21st Century: Final Report*.

Thompson, S. (2023). *Green and Sustainable Finance - Principles and practice in banking, investment and insurance*. KoganPage.

UBS: *Sustainability and impact*. (2023). Obtido de UBS: <https://www.ubs.com/global/en/sustainability-impact.html>

UNEP Finance Initiative; United Nations Global Compact. (2019). Obtido de Princípios para o Investimento Sustentável da Organização das Nações Unidas: <https://www.unpri.org/download?ac=10969>

Worldfavor. (outubro de 2012). *Progress by innovation*. Obtido de United Nations Industrial Development Organization: <https://www.unido.org/our-focus/advancing-economic-competitiveness/competitive-trade-capacities-and-corporate-responsibility/corporate-social-responsibility-market-integration/what-csr>

Yang, S., & Zhao, D. (2015). Do subsidies work better in low-income than in high-income families? Survey on domestic energy-efficient and renewable energy equipment purchase in China. *Journal of Cleaner Production*, 841-851.

## Anexos

### a. Anexo A – Questionário

Sendo 1- discordo totalmente e 7- concordo totalmente, por favor indique o quanto se identifica com as seguintes afirmações:

CG1 Eu estou familiarizada com investimentos.

CG2 Eu tenho conhecimentos sobre como investir o meu dinheiro em ativos.

CG3 Eu sei como investir.

Sendo 1- discordo totalmente e 7- concordo totalmente, por favor indique o quanto se identifica com as seguintes afirmações:

C1 Eu estou familiarizada com Investimentos Socialmente Responsáveis (ISR).

C2 Eu tenho conhecimentos sobre o tema dos ISR.

C3 Eu sei como investir em ISR.

C4 Eu sei o que oferecem os ISR.

Sendo 1- discordo totalmente e 7- concordo totalmente, por favor indique o quanto se identifica com as seguintes afirmações:

EE1 Aprender a investir em ISR é fácil para mim.

EE2 A minha interação com ISR é clara e compreensível.

EE3 Considero o investimento em ISR acessível.

EE4 Para mim é fácil compreender o âmbito dos ISR.

Sendo 1- discordo totalmente e 7- concordo totalmente, por favor indique o quanto se identifica com as seguintes afirmações:

PE1 Investir em ISR melhora a minha performance financeira.

PE2 Investir em ISR aumenta a diversidade da minha carteira de investimentos.

PE3 Investir em ISR melhora a minha produtividade financeira.

PE4 Globalmente, investir em ISR é útil.

Sendo 1- discordo totalmente e 7- concordo totalmente, por favor indique o quanto se identifica com as seguintes afirmações:

SI1 Pessoas que são importantes para mim consideram que eu deveria investir em ISR.

SI2 As pessoas que influenciam o meu comportamento pensam que eu deveria investir em ISR.

SI3 Pessoas cujas opiniões eu valorizo preferem que eu invista em ISR.

Sendo 1- discordo totalmente e 7- concordo totalmente, por favor indique o quanto se identifica com as seguintes afirmações:

FC1 Eu tenho os recursos necessários para investir em ISR.

FC2 Eu tenho os conhecimentos necessários para investir em ISR.

FC3 Eu posso obter a ajuda de outras pessoas quando tenho dificuldades na realização de ISR.

FC4 Os ISR são compatíveis com outros investimentos que realizo.

Sendo 1- discordo totalmente e 7- concordo totalmente, por favor indique o quanto se identifica com as seguintes afirmações:

HM1 Investir em ISR é cativante.

HM2 Investir em ISR é agradável.

HM3 Investir em ISR é interessante.

Sendo 1- discordo totalmente e 7- concordo totalmente, por favor indique o quanto se identifica com as seguintes afirmações:

M1 Eu prefiro investir em empresas que têm em conta os meus valores morais, éticos e ambientais.

M2 Na minha opinião, investir em empresas que têm em conta fatores ambientais e sociais levam a uma melhor forma de gestão/negócio.

M3 Investindo em ISR apoio as causas em que acredito e permite-me obter retornos financeiros.

M4 Empresas que têm em consideração fatores ambientais e sociais são melhores geridas.

Sendo 1- discordo totalmente e 7- concordo totalmente, por favor indique o quanto se identifica com as seguintes afirmações:

PV1 O valor do investimento em ISR é razoável.

PV2 Face ao preço, os ISR fornecem bom valor.

PV3 Os ISR fornecem bom valor para o dinheiro investido.

Sendo 1- discordo totalmente e 7- concordo totalmente, por favor indique o quanto se identifica com as seguintes afirmações:

HT1 O investimento em ISR tornou-se bastante recorrente na minha vida.

HT2 Eu dedico-me bastante a ISR.

HT3 - Eu devo investir em ISR.

HT4 O investimento em ISR tornou-se natural para mim.

Sendo 1- discordo totalmente e 7- concordo totalmente, por favor indique o quanto se identifica com as seguintes afirmações:

GS1 Preocupo-me com os fatores ambientais (p.ex. conservação de energia e recursos naturais, controlo e diminuição da poluição, etc.).

GS2 Considero-me um "consumidor verde".

GS3 Preocupo-me com os efeitos que possam estar a prejudicar o ambiente.

GS4 Preocupo-me com a poluição ambiental.

Sendo 1- discordo totalmente e 7- concordo totalmente, por favor indique o quanto se identifica com as seguintes afirmações:

A1 Preocupo-me com os fatores sociais (p.ex. solidariedade social, direitos humanos, etc.).

A2 Preocupo-me com os efeitos que possam estar a prejudicar o ambiente os fatores sociais.

A3 Preocupo-me com fatores governativos (p.ex. diversidade e

igualdade de género, estratégia fiscal, etc.).

Sendo 1- discordo totalmente e 7- concordo totalmente, por favor indique o quanto se identifica com as seguintes afirmações:

PEB11 Pratico reciclagem (plástico, papel e vidro).

PEB12 Conservo água/energia em minha casa.

PEB13 Compro produtos amigos do ambiente e/ou eficientes em termos energéticos.

Sendo 1- nunca e 7- muito frequentemente, por favor indique o quanto se identifica com as seguintes afirmações:

PEB21 Falo com outras pessoas da minha comunidade sobre questões ambientais e sociais.

PEB22 Trabalho com outros para resolver um problema ou questão ambiental.

PEB23 Participo como membro ativo de um grupo ambiental.

Sendo 1- nunca e 7- muito frequentemente, por favor indique o quanto se identifica com as seguintes afirmações:

PEB31 Voto com o objetivo de apoiar uma política/regulamentação que afeta o ambiente.

PEB32 Assino petições em defesa de questões ambientais.

PEB33 Faço doações para apoiar a proteção ambiental.

Sendo 1- discordo totalmente e 7- concordo totalmente, por favor indique o quanto se identifica com as seguintes afirmações:

I1 Se eu tivesse ouvido falar deste tipo de investimentos, teria curiosidade em experimentar.

I2 Eu costumo ser a pessoa, no meu grupo, que gosta de experimentar e arriscar em coisas novas.

I3 Por norma, sou hesitante e avesso ao risco.

I4 Eu gosto de arriscar e investir em coisas novas.

R1 Eu estaria disposto a investir em ISR caso o retorno fosse inferior ao de um investimento tradicional em: 0-10%; 10%-20%; 20%-30%; 30-40%; 50%-60%; 60%-70%; 70%-80%;80%-90%; 90%-100%.

Sendo 1- discordo totalmente e 7- concordo totalmente, por favor indique o

quanto se identifica com as seguintes afirmações:

R2 Eu estaria disposto a investir num ativo que tivesse por base o financiamento de energia nuclear, caso esse retorno fosse superior ao de um ISR.

R3 Considero mais importante investir em empresas que estão a obter lucros do que escolher empresas que estão a minimizar o seu impacto ambiental.

Sendo 1- discordo totalmente e 7- concordo totalmente, por favor indique o quanto se identifica com as seguintes afirmações:

EMP11 Domino as competências necessárias para investir em ISR.

EMP12 Estou seguro das minhas capacidades de investir em ISR.

EMP13 Estou confiante nas minhas competências de investimento e a nível de ISR.

Sendo 1- discordo totalmente e 7- concordo totalmente, por favor indique o quanto se identifica com as seguintes afirmações:

EMP21 O investimento em ISR é muito importante para mim.

EMP22 Fazer parte do mundo dos ISR tem bastante significado para mim.

EMP23 Saber que estou a ajudar o ambiente e a sociedade tem bastante relevância para mim.

Sendo 1- discordo totalmente e 7- concordo totalmente, por favor indique o quanto se identifica com as seguintes afirmações: -

EMP31 Ao investir em ISR, sinto que tenho impacto na comunidade.

EMP32 Ao investir em ISR, sinto que tenho uma influência significativa na comunidade.

EMP33 Ao investir em ISR, tenho um grande controlo sobre o que acontece na comunidade.

Sendo 1- discordo totalmente e 7- concordo totalmente, por favor indique o quanto se identifica com as seguintes afirmações:

EMP41 Tenho uma autonomia significativa na determinação da forma como invisto em ISR.

EMP42 Tenho oportunidades consideráveis de independência e liberdade na forma como invisto em ISR.

EMP43 Posso decidir por mim próprio como investir em ISR.

Sendo 1- discordo totalmente e 7- concordo totalmente, por favor indique o

quanto se identifica com as seguintes afirmações:

BU1 Investir em ISR é conveniente.

BU2 Investir em ISR é conveniente porque posso fazê-lo em qualquer altura.

BU3 Investir em ISR é conveniente porque não é complexo.

BU4 Investir em ISR é conveniente porque posso fazê-lo em qualquer situação.

Sendo 1- discordo totalmente e 7- concordo totalmente, por favor indique o quanto se identifica com as seguintes afirmações:

BR1 Tenho receio de investir achando que estou a investir em ISR e na realidade não o serem.

BR2 Receio que investindo em ISR possa gastar mais dinheiro que investindo tradicionalmente.

BR3 Receio que investindo em ISR possa estar a investir erradamente.

BR4 Receio que investindo em ISR possa perder dinheiro.

Sendo 1- discordo totalmente e 7- concordo totalmente, por favor indique o quanto se identifica com as seguintes afirmações:

BT1 Tenho dificuldade em ter aconselhamento no momento de investir em ISR.

BT2 Tenho dificuldade em obter alguma informação sobre ISR.

BT3 Acho que o aconselhamento oferecido relativamente a ISR não é suficiente.

BT4 O aconselhamento oferecido relativamente a ISR não é bom.

Sendo 1- discordo totalmente e 7- concordo totalmente, por favor indique o quanto se identifica com as seguintes afirmações:

UB1 Espero que o meu investimento em ISR aumente no futuro.

UB2 Pretendo investir em ISR no futuro.

UB3 Se eu tiver oportunidade, investirei em ISR.

UB4 No momento de investir vou tentar fazê-lo sempre em ISR.

UB5 Pretendo investir em ISR mais frequentemente.

Sendo 1- discordo totalmente e 7- concordo totalmente, por favor indique o quanto se identifica com as seguintes afirmações:

RI1 Eu pretendo recomendar o investimento em ISR a outras pessoas.

RI2 Eu prevejo que irei recomendar o investimento em ISR a outras pessoas.

RI3 Eu tenho planos de recomendar o investimento em ISR a outras pessoas.

Sendo 1- discordo totalmente e 7- concordo totalmente, por favor indique o quanto se identifica com as seguintes afirmações:

U1 Investo em ISR com regularidade.

U2 Invisto frequentemente em ISR quando quero rentabilizar o meu capital.

U3 Invisto frequentemente em ISR quando quero diversificar a minha carteira.

Sendo 1- nunca e 7- muito frequentemente, com que frequência investe nos seguintes ativos:

UF1 Ações

UF2 Obrigações

UF3 Fundos

UF4 Outros

Qual o seu género?

Qual a sua faixa etária?

Qual a sua nacionalidade?

Qual o país de residência atual?

Qual a sua ocupação?

Qual o seu grau de escolaridade?

Qual o seu rendimento pessoal mensal líquido?

K1 Nova Law School

K2 Do tópico do questionário

Sendo 1- desconheço e 7- conheço perfeitamente, por favor indique qual o seu nível de conhecimento:

## b. Anexo B - Medidas de validade do modelo

Para garantir que os resultados são fiáveis, é necessário avaliar a validade convergente e a validade discriminante. A Tabela 1 mostra que a medida “*composite reliability*” (CR) de cada variável é maior que 0.7, garantindo confiabilidade das escalas de medida. Para além disso, a medida “*average extracted variance*” (AVE), apresentada como a raiz quadrada dos valores na diagonal, é maior que 0.5 para todas as variáveis, confirmando validade convergente (Hair, Hult, Ringle, & Sarstedt, 2016). Relativamente à validade discriminante, vamos avaliar três critérios: Fornell-Larcker, Heterotrait-Monotrait Ratio (HTMT), e a comparação entre pesos e pesos cruzados (*loadings* e *cross loadings*). De acordo com o primeiro critério, a validade discriminante é assegurada se os valores da diagonal forem maiores que a correlação entre construtos, o que se verifica (Fornell & Larcker, 1981). A Tabela 2 apresenta a medida HTMT, com valores abaixo de 0.9, confirmando validade discriminante. Finalmente, a Tabela 3 apresenta os pesos de cada item no respetivo construto, sendo sempre maiores que os pesos cruzados (Henseler, Ringle, & Sarstedt, 2015). A validade discriminante é então confirmada.

	CR	A	BR	BT	C	CG	EMP1	EMP2	EMP3	EMP4	GS	I	R	U	UB	
<b>A</b>	0.937	0.912														
<b>BR</b>	0.966	0.087	0.936													
<b>BT</b>	0.971	0.161	0.746	0.945												
<b>C</b>	0.982	0.205	0.089	0.248	0.964											
<b>CG</b>	0.971	0.167	0.072	0.191	0.757	0.958										
<b>EMP1</b>	0.981	0.210	0.055	0.243	0.789	0.691	0.973									
<b>EMP2</b>	0.933	0.383	0.048	0.141	0.553	0.493	0.640	0.907								
<b>EMP3</b>	0.971	0.329	0.186	0.230	0.493	0.398	0.562	0.801	0.958							
<b>EMP4</b>	0.967	0.242	0.432	0.529	0.525	0.471	0.640	0.516	0.582	0.953						
<b>GS</b>	0.944	0.756	0.162	0.180	0.260	0.284	0.271	0.467	0.390	0.275	0.900					
<b>I</b>	0.922	0.305	-0.040	0.169	0.417	0.418	0.563	0.563	0.534	0.450	0.471	0.893				
<b>R</b>	0.865	-0.250	-0.036	-0.042	-0.253	-0.006	-0.141	-0.245	-0.263	-0.246	-0.174	-0.128	0.873			
<b>U</b>	0.988	0.265	0.015	0.138	0.607	0.536	0.690	0.565	0.493	0.450	0.302	0.501	-0.133	0.983		
<b>UB</b>	0.971	0.327	0.180	0.347	0.569	0.548	0.628	0.703	0.706	0.546	0.485	0.672	-0.180	0.550	0.932	

Tabela 1: CR, and Fornell-Larcker table. The diagonal elements are the square-root of AVE.

	A	BR	BT	C	CG	EMP1	EMP2	EMP3	EMP4	GS	I	R	U	UB
<b>A</b>														
<b>BR</b>	0.077													
<b>BT</b>	0.171	0.773												
<b>C</b>	0.218	0.096	0.249											
<b>CG</b>	0.179	0.082	0.190	0.784										
<b>EMP1</b>	0.224	0.047	0.242	0.810	0.717									
<b>EMP2</b>	0.437	0.172	0.291	0.574	0.521	0.668								
<b>EMP3</b>	0.355	0.166	0.234	0.510	0.416	0.582	0.859							
<b>EMP4</b>	0.261	0.434	0.545	0.547	0.495	0.667	0.533	0.611						
<b>GS</b>	0.836	0.145	0.178	0.273	0.299	0.284	0.517	0.407	0.282					
<b>I</b>	0.335	0.091	0.180	0.449	0.455	0.610	0.620	0.577	0.491	0.507				
<b>R</b>	0.315	0.063	0.069	0.309	0.026	0.172	0.317	0.326	0.304	0.215	0.164			
<b>U</b>	0.281	0.038	0.135	0.620	0.553	0.706	0.590	0.509	0.465	0.311	0.537	0.161		
<b>UB</b>	0.350	0.161	0.357	0.587	0.570	0.648	0.742	0.737	0.573	0.506	0.727	0.226	0.566	

Tabela 2: HTMT.

	A	BR	BT	C	CG	EMP1	EMP2	EMP3	EMP4	GS	I	R	U	UB
A1	<b>0.949</b>	0.084	0.123	0.189	0.220	0.232	0.365	0.296	0.272	0.733	0.337	-0.213	0.227	0.339
A2	<b>0.923</b>	0.072	0.106	0.147	0.126	0.176	0.347	0.291	0.237	0.732	0.314	-0.200	0.208	0.284
A3	<b>0.862</b>	0.080	0.209	0.221	0.106	0.163	0.335	0.311	0.152	0.604	0.183	-0.269	0.286	0.269
BR1	0.116	<b>0.958</b>	0.700	0.128	0.106	0.096	0.136	0.252	0.448	0.191	-0.008	-0.062	0.041	0.238
BR2	0.023	<b>0.911</b>	0.662	0.054	0.041	-0.008	-0.036	0.136	0.365	0.066	-0.112	0.026	-0.024	0.086
BR3	0.077	<b>0.972</b>	0.744	0.061	0.030	0.050	0.016	0.142	0.414	0.151	-0.021	-0.067	0.022	0.154
BR4	0.054	<b>0.899</b>	0.695	0.035	0.060	-0.006	-0.069	0.067	0.332	0.140	-0.078	0.038	-0.033	0.094
BT1	0.127	0.665	<b>0.940</b>	0.192	0.155	0.196	0.096	0.173	0.454	0.151	0.148	-0.039	0.089	0.302
BT2	0.153	0.706	<b>0.944</b>	0.158	0.084	0.132	0.088	0.181	0.433	0.143	0.116	-0.076	0.070	0.271
BT3	0.187	0.713	<b>0.942</b>	0.279	0.216	0.246	0.176	0.247	0.510	0.210	0.200	0.001	0.156	0.355
BT4	0.140	0.731	<b>0.955</b>	0.279	0.234	0.309	0.154	0.247	0.573	0.165	0.160	-0.054	0.181	0.361
C1	0.204	-0.012	0.145	<b>0.948</b>	0.756	0.787	0.568	0.466	0.464	0.240	0.420	-0.231	0.581	0.568
C2	0.253	0.116	0.303	<b>0.972</b>	0.724	0.742	0.531	0.494	0.532	0.293	0.399	-0.260	0.576	0.545
C3	0.174	0.068	0.226	<b>0.980</b>	0.754	0.781	0.529	0.471	0.499	0.251	0.409	-0.234	0.598	0.555
C4	0.161	0.175	0.288	<b>0.958</b>	0.686	0.733	0.503	0.469	0.532	0.221	0.379	-0.254	0.585	0.525
CG1	0.165	-0.006	0.104	0.667	<b>0.948</b>	0.629	0.487	0.350	0.374	0.332	0.459	0.005	0.489	0.551
CG2	0.142	0.121	0.227	0.747	<b>0.957</b>	0.663	0.450	0.389	0.497	0.221	0.368	-0.024	0.539	0.505
CG3	0.175	0.092	0.219	0.762	<b>0.969</b>	0.693	0.481	0.405	0.482	0.262	0.373	0.002	0.512	0.519
EMP11	0.193	0.060	0.262	0.776	0.673	<b>0.962</b>	0.622	0.551	0.618	0.223	0.522	-0.172	0.678	0.616
EMP12	0.210	0.045	0.219	0.726	0.663	<b>0.970</b>	0.614	0.526	0.631	0.291	0.563	-0.089	0.645	0.610
EMP13	0.210	0.055	0.229	0.800	0.680	<b>0.985</b>	0.630	0.562	0.618	0.277	0.556	-0.150	0.689	0.604
EMP21	0.337	0.127	0.237	0.588	0.533	0.675	<b>0.958</b>	0.767	0.563	0.428	0.552	-0.210	0.582	0.714
EMP22	0.347	0.133	0.266	0.557	0.476	0.643	<b>0.959</b>	0.791	0.557	0.419	0.551	-0.240	0.565	0.709
EMP23	0.380	-0.213	-0.235	0.310	0.299	0.372	<b>0.795</b>	0.594	0.214	0.443	0.411	-0.223	0.355	0.445
EMP31	0.340	0.119	0.146	0.454	0.383	0.511	0.765	<b>0.963</b>	0.499	0.411	0.489	-0.247	0.448	0.686
EMP32	0.319	0.150	0.212	0.498	0.418	0.582	0.718	<b>0.974</b>	0.557	0.393	0.559	-0.237	0.498	0.713
EMP33	0.286	0.265	0.301	0.462	0.341	0.519	0.718	<b>0.936</b>	0.616	0.315	0.484	-0.273	0.470	0.627
EMP41	0.215	0.422	0.491	0.501	0.405	0.606	0.468	0.546	<b>0.957</b>	0.256	0.399	-0.285	0.425	0.466
EMP42	0.269	0.429	0.540	0.490	0.452	0.608	0.510	0.584	<b>0.966</b>	0.300	0.471	-0.223	0.468	0.559
EMP43	0.206	0.381	0.479	0.511	0.489	0.615	0.496	0.532	<b>0.936</b>	0.228	0.416	-0.195	0.392	0.536
GS1	0.695	0.147	0.143	0.267	0.295	0.253	0.434	0.349	0.235	<b>0.919</b>	0.396	-0.146	0.277	0.453
GS2	0.584	0.250	0.265	0.217	0.247	0.260	0.460	0.416	0.368	<b>0.833</b>	0.531	-0.177	0.321	0.492
GS3	0.729	0.080	0.124	0.221	0.209	0.217	0.367	0.285	0.185	<b>0.929</b>	0.373	-0.134	0.247	0.379
GS4	0.725	0.072	0.082	0.227	0.259	0.236	0.397	0.324	0.161	<b>0.916</b>	0.359	-0.160	0.218	0.392
I1	0.398	-0.008	0.137	0.397	0.390	0.499	0.636	0.562	0.431	0.505	<b>0.851</b>	-0.144	0.473	0.666
I2	0.211	-0.117	0.117	0.347	0.334	0.506	0.425	0.427	0.377	0.373	<b>0.932</b>	-0.062	0.432	0.553
I4	0.186	0.012	0.198	0.365	0.388	0.498	0.421	0.424	0.390	0.367	<b>0.895</b>	-0.132	0.428	0.566
R2	-0.120	-0.009	-0.004	-0.206	-0.021	-0.117	-0.242	-0.280	-0.194	-0.142	-0.139	<b>0.868</b>	-0.086	-0.175
R3	-0.313	-0.053	-0.068	-0.236	0.010	-0.129	-0.187	-0.181	-0.234	-0.161	-0.086	<b>0.878</b>	-0.145	-0.141
U1	0.266	0.019	0.142	0.595	0.524	0.691	0.573	0.515	0.467	0.306	0.512	-0.160	<b>0.987</b>	0.545
U2	0.250	0.047	0.138	0.583	0.500	0.653	0.547	0.500	0.438	0.301	0.482	-0.167	<b>0.987</b>	0.535
U3	0.265	-0.020	0.128	0.610	0.554	0.688	0.547	0.440	0.420	0.282	0.481	-0.066	<b>0.974</b>	0.542
UB1	0.297	0.155	0.310	0.568	0.558	0.633	0.678	0.667	0.526	0.454	0.605	-0.133	0.503	<b>0.946</b>
UB2	0.318	0.099	0.261	0.549	0.583	0.614	0.675	0.659	0.475	0.458	0.625	-0.138	0.527	<b>0.960</b>

UB3	0.362	0.162	0.312	0.520	0.552	0.595	0.635	0.656	0.497	0.488	0.622	-0.091	0.542	<b>0.946</b>
UB4	0.241	0.294	0.434	0.480	0.366	0.482	0.607	0.636	0.556	0.403	0.579	-0.324	0.451	<b>0.848</b>
UB5	0.304	0.139	0.309	0.530	0.485	0.595	0.679	0.674	0.499	0.455	0.700	-0.168	0.539	<b>0.958</b>

Tabela 3: Loadings and cross-loadings.

Uma vez que a variável Empoderamento é um construto de segunda ordem, composto por 4 variáveis individuais, é necessário avaliar se existe problemas de multicolineariedade. Assim sendo, analisou-se a medida “*variance inflation factor*” (VIF), com um valor abaixo de 5, sugerindo a inexistência de problemas de multicolineariedade (Hair, Ringle, & Sarstedt, 2011). Para além disso, os pesos (*weights*) são estatisticamente significativos (Tabela 4).

	VIF	Weight
EMP1	2.182	0.326***
EMP2	3.298	0.281***
EMP3	3.139	0.307***
EMP4	1.947	0.265***

Tabela 4: VIF and weights of empowerment construct indicators (\* *p*-value < 0.10; \*\* *p*-value < 0.05; \*\*\* *p*-value < 0.01).

Finalmente, multicolineariedade foi analisada entre todas as variáveis, registando-se 3.3 como o valor máximo do VI, e, portanto, demonstrando a inexistência de problemas de multicolineariedade no modelo (Lee & Xia, 2010).

# Índice

Declaração de compromisso de anti plágio .....	I
Modo de citar e adoção de normas .....	III
Número de caracteres .....	IV
Lista de siglas e acrónimos .....	V
Resumo .....	VII
Abstract.....	VIII
I. Introdução.....	9
a. Considerações iniciais .....	9
b. Âmbito e objetivos .....	9
c. Organização da Dissertação.....	10
II. Os critérios <i>Environmental, Social e Governance</i> .....	12
III. Os investimentos socialmente responsáveis .....	15
a. Conceitos .....	15
b. Evolução .....	19
IV. Legislação.....	21
a. O surgimento da legislação “sustentável” .....	21
c. Atuação do setor financeiro: bancos centrais e entidades reguladoras.....	28
d. Compromissos futuros.....	30
e. Proteção do investidor .....	31
i. Dever fiduciário .....	33
ii. Dever de informação .....	35
iii. <i>Greenwashing</i> .....	37
V. Os investimentos socialmente responsáveis da perspetiva dos investidores portugueses .....	39
a. Enquadramento e objetivos .....	39
b. <i>Background</i> .....	39

c.	Modelo conceptual .....	41
i.	Perfil do inquirido .....	42
ii.	Empoderamento .....	43
iii.	Sensibilidade aos fatores ESG.....	43
iv.	Características inerentes ao investimento .....	44
v.	Fatores sociodemográficos.....	45
d.	Método e amostra .....	45
e.	Análise dos principais resultados .....	46
f.	Principais conclusões do estudo .....	48
g.	Limitações do estudo .....	50
h.	Perspetivas futuras.....	50
VI.	Discussão.....	53
VII.	Conclusão .....	58
	Bibliografia.....	59
	Anexos.....	67
a.	Anexo A – Questionário.....	67
b.	Anexo B - Medidas de validade do modelo .....	73
	Índice .....	76
	Índice de figuras e tabelas .....	78

## Índice de figuras e tabelas

Figura 1: Hipóteses do modelo de investigação .....	42
Figura 2: Modelo de investigação .....	47
Tabela 1: CR, and Fornell-Larcker table. The diagonal elements are the square-root of AVE.....	73
Tabela 2: HTMT.....	74
Tabela 3: Loadings and cross-loadings. ....	75
Tabela 4: VIF and weights of empowerment construct indicators (* p-value < 0.10; ** p-value < 0.05; *** p-value < 0.01).....	75