



DIOGO COSTA SEIXAS\*  
Jurista

## Produtos de investimento com base em seguros com ambições de sustentabilidade

*Insurance-based investment products with sustainability ambitions*

**RESUMO:** *O presente texto começa por apresentar os critérios para que um investimento seja considerado sustentável. De seguida, analisa-se a natureza de produtos financeiros com ambições de sustentabilidade.*

**Palavras-chave:** Produtos de investimento com base em seguros; Sustentabilidade; Taxonomia da União Europeia; Investimentos sustentáveis; Promoção de características ambientais ou sociais.

**ABSTRACT:** *This text begins by presenting the criteria to consider an investment as sustainable. Subsequently, the nature of financial products with sustainability ambitions is analysed.*

**Keywords:** Insurance-based investment products; Sustainability; European Union Taxonomy; Sustainable investment; Promotion of environmental or social characteristics.

**SUMÁRIO:** 1. Introdução; 2. A natureza do investimento sustentável; 3. Produto financeiro que promova, entre outras, características ambientais ou sociais; 4. Produto financeiro que tem como objetivo investimentos sustentáveis

\* As posições manifestadas no presente artigo não vinculam a entidade patronal do autor, sendo da exclusiva responsabilidade do mesmo. O autor agradece a Genoveva Dias o amável apoio na recolha de bibliografia.

## 1. Introdução

Em 2018, a Comissão Europeia aprovou o “Plano de Ação: Financiar um crescimento sustentável”, que visava reorientar os fluxos de capitais para investimentos sustentáveis, a fim de assegurar um crescimento sustentável e inclusivo, gerir os riscos financeiros decorrentes das alterações climáticas, do esgotamento dos recursos, da degradação do ambiente e das questões sociais e promover a transparência e a visão a longo prazo nas atividades económicas e financeiras<sup>1</sup>. De acordo com o referido Plano, a Comissão Europeia ficou incumbida de apresentar uma proposta legislativa que aumentasse a transparência perante os investidores finais quanto à forma como os investidores institucionais e os gestores de ativos integram os fatores de sustentabilidade nas suas decisões de investimento<sup>2</sup>. Neste quadro, foi aprovado o Regulamento (UE) 2019/2088 relativo à divulgação de informações relacionadas com a sustentabilidade no setor dos serviços financeiros. O referido regulamento estabelece um regime de divulgação de informações relativas à integração dos riscos em matéria de sustentabilidade, consideração dos impactos

<sup>1</sup> Cf. 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, *Plano de Ação: Financiar um crescimento sustentável*, 8 de março de 2018, COM(2018) 97, Comissão Europeia, disponível em <https://eur-lex.europa.eu>. Posteriormente, em dezembro de 2019, a Comissão Europeia aprovou o Pacto Ecológico Europeu que prevê diversas iniciativas visando transformar a União Europeia numa sociedade equitativa e próspera que, em 2050, tenha zero emissões líquidas de gases com efeito de estufa. Neste quadro prevê-se, em particular, a adoção da taxonomia para classificação de atividades sustentáveis do ponto de vista ambiental. Cf. Comunicação da Comissão, Pacto Ecológico Europeu, COM(2019) 640 final, acessível em <https://eur-lex.europa.eu>. Sobre os impactos legislativos do Pacto Ecológico Europeu, vd. Edoardo Chiti, *Managing the Ecological Transition of the EU: The European Green Deal as a Regulatory Process*, em *Common Market Law Review* 59 (2022), 19-48, Carlos Trias Pintó, *Finanzas sostenibles y pacto verde europeo, La sostenibilidad y el nuevo marco institucional y regulatorio de las finanzas sostenibles*, org. José María López Jiménez et al., Thomson Reuters Aranzadi (2021), 231-234, André Alfar Rodrigues, *O Desenvolvimento Sustentável e a Sustentabilidade na União Europeia*, AAFDL: Lisboa (2022), 23-39, e Nuno Lacasta, *Pacto ecológico europeo: o compromisso coletivo para o desenvolvimento sustentável da EU*, 130 *Cadernos de economia* (2020), 8-10.

<sup>2</sup> Cf. Plano de ação cit., 10.

negativos para a sustentabilidade, objetivos de investimento sustentável e promoção de características ambientais ou sociais<sup>3</sup>.

O presente texto foca-se no regime aplicável aos produtos financeiros que têm como objetivo investimentos sustentáveis ou que promovem características ambientais ou sociais. Consequentemente, não me pronunciarei sobre outros deveres de informação previstos no Regulamento (UE) 2019/2088, em particular, a divulgação de informações relativas aos riscos em matéria de sustentabilidade em sede pré-contratual<sup>4</sup>. Começarei por apresentar o sentido e o alcance da definição de *investimentos sustentáveis*. Apesar de ser um conceito central do regime, um produto financeiro com *ambições de sustentabilidade* pode não realizar investimentos sustentáveis.

No atual quadro legal, as ambições de sustentabilidade de um produto financeiro<sup>5</sup> são apresentadas por referência ao disposto

<sup>3</sup> As alterações ao quadro legal, no seguimento da aprovação do “Plano de Ação: Financiar um crescimento sustentável” e do Pacto Ecológico Europeu, manifestaram-se também no regime da governação das empresas de seguros e de resseguros, na supervisão e governação dos produtos e no aconselhamento de investimento para os produtos de investimento com base em seguros. Cf. o Regulamento Delegado (UE) 2021/1256, de 21 de abril, que altera o Regulamento Delegado (UE) 2015/35 no que respeita à integração dos riscos de sustentabilidade no governo das empresas de seguros e de resseguros e Regulamento Delegado (UE) 2021/1257, de 21 de abril, que altera os Regulamentos Delegados (UE) 2017/2358 e (UE) 2017/2359 no que respeita à integração dos fatores, riscos e preferências de sustentabilidade nos requisitos de supervisão e governação dos produtos aplicáveis às empresas de seguros e aos distribuidores de seguros, bem como nas regras relativas ao exercício das atividades e ao aconselhamento de investimento para os produtos de investimento com base em seguros. Sobre o regime aplicável à governação das empresas de seguros e de resseguros, vd. *Sustentabilidade e governação das empresas de seguros e de resseguros*, em *Desenvolvimentos Regulatórios do Setor Segurador e do Setor dos Fundos de Pensões | 2021*, Departamento de Política Regulatória, Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões (ASF) (2022), 77-84, acessível em <https://www.asf.com.pt>. Sobre o regime relativo ao aconselhamento de investimento para os produtos de investimento com base em seguros, vd. Pierre-Grégoire Marly, *Vers l'introduction de la durabilité dans le conseil en assurance-vie*, 81 *Bulletin Juridique des Assurances* (2022), 1-6.

<sup>4</sup> Cf. o artigo 6.º do Regulamento (UE) 2019/2088. Não serão também considerados produtos financeiros *sem ambições de sustentabilidade*, ainda que abrangidos pelo referido Regulamento.

<sup>5</sup> Refiro-me ao elenco de produtos financeiros previstos no ponto 12) do artigo 2.º do Regulamento (UE) 2019/2088.

nos artigos 8.º e 9.º do Regulamento (UE) 2019/2088<sup>6</sup>. Uma leitura atenta do regime leva-nos a crer que não basta considerar os produtos financeiros como (apenas) *mais ou menos sustentáveis*, isto é, que a aplicação de um ou outro regime dependa exclusivamente de uma questão de *grau*. A chave para a aplicação do regime legal previsto nos artigos 8.º e 9.º do Regulamento (UE) 2019/2088 reside nos conceitos de *promover* e de *objetivo de investimentos sustentáveis*. São estes conceitos que medeiam entre uma realidade juridicamente relevante e um bloco de consequências jurídicas potencialmente aplicáveis, em particular, deveres de informação.

Por outro lado, o Regulamento (UE) 2019/2088 não se limita a prever regras para a prestação de informações relacionadas com a sustentabilidade. Com efeito, para além do conteúdo destes deveres, os artigos 8.º e 9.º do referido Regulamento estabelecem requisitos aplicáveis aos investimentos realizados pelos intervenientes no mercado financeiro. Neste quadro, o exercício interpretativo que o presente texto propõe assenta, em grande medida, nos instrumentos de *soft law* publicados pela Comissão Europeia e pelas Autoridades Europeias de Supervisão. Tomando por base o disposto nestes instrumentos, procurarei densificar as categorias de produtos financeiros com ambições de sustentabilidade.

Por último, demonstrarei que, apesar da aparente densidade do quadro legal, as categorias consagradas nos referidos artigos 8.º e 9.º apresentam uma grande amplitude, no que diz respeito à natureza dos produtos financeiros potencialmente subsumidos às mesmas. Na verdade, verifica-se uma acentuada margem de liberdade na conformação dos negócios com ambições de sustentabilidade, em particular, a respetiva estratégia de investimento, e no preenchimento dos conceitos previstos no regime legal.

<sup>6</sup> Vd. *Targeted Consultation Document, Implementation of the Sustainable Finance Disclosures Regulation (SFDR)*, Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union, Comissão Europeia, 20 e 30, disponível em <https://finance.ec.europa.eu/>, *Progress Report on Greenwashing*, Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados, 31 de maio de 2023, 45, acessível em [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu), e *Relatório do Investidor 2023*, Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 17-18, disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt).

## 2. A natureza do investimento sustentável

Os *produtos financeiros* reúnem o capital de investidores e investem-no através de instrumentos financeiros, em particular, ações, obrigações e outros valores mobiliários<sup>7</sup>. O Regulamento (UE) 2019/2088 aplica-se a diversos *produtos financeiros*, nomeadamente produtos de investimento com base em seguros, fundos de investimento alternativo e produtos individuais de reforma pan-europeus<sup>8-9</sup>. Para este efeito, integram a referida categoria de produtos de investimento com base em seguros (PIBS)<sup>10</sup>: (i) um PIBS, na aceção do ponto 2) do artigo 4.º do Regulamento (UE) n.º 1286/2014<sup>11</sup>; e (ii) um produto de seguros, que é proposto a um investidor profissional e prevê um prazo de vencimento ou um valor de resgate que está total ou parcialmente exposto, de forma direta ou indireta, a flutuações de mercado.

O presente regime assume natureza *horizontal*. Ou seja, aplica-se transversalmente a produtos financeiros sujeitos a regimes distintos, prevendo deveres de natureza análoga – em particular,

<sup>7</sup> Cf. a Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo à divulgação de informações relacionadas com investimentos sustentáveis e riscos em matéria de sustentabilidade e que altera a Diretiva (UE) 2016/2341, 24 de maio de 2018, COM(2018) 354 final, 2, acessível em <https://ec.europa.eu>.

<sup>8</sup> Cf. o ponto 12) do artigo 2.º do Regulamento (UE) 2019/2088.

<sup>9</sup> Para uma descrição sintética do Regulamento (UE) 2019/2088, vd. *Sustentabilidade no setor dos serviços financeiros em Desenvolvimentos Regulatórios do Setor Segurador e do Setor dos Fundos de Pensões | 2020*, Departamento de Política Regulatória, ASF (2021), 91-97, acessível em <https://www.asf.com.pt> e Antonio Marcacci, *Global Finance and the Anthropocene*, 34 *European Business Law Review*, 4 (2023), 640-641.

<sup>10</sup> Cf. o ponto 3) do artigo 2.º do Regulamento (UE) 2019/2088. Sobre a natureza e o regime dos produtos de investimento com base em seguros, vd. Luís Poças, *Produtos de Investimento com Base em Seguros (PIBS)*, em *Estudos de Direito do Consumo*, II, org. Rui Paulo Coutinho de Mascarenhas Ataíde/Francisco Rodrigues Rocha/Vítor Palmela Fidalgo, Almedina: Coimbra (2023), 1169-1208, Mafalda Miranda Barbosa/José Luís Dias Gonçalves, *Instrumentos Financeiros – Valores mobiliários. Valores monetários. Derivados de crédito. Produtos de bancassurance*, Gestlegal (2020), 294-297.

<sup>11</sup> Regulamento (UE) n.º 1286/2014, de 26 de novembro, sobre os documentos de informação fundamental para pacotes de produtos de investimento de retalho e de produtos de investimento com base em seguros (PRIIPs).

deveres de informação – que se manifestam no quadro legal especialmente previsto para cada produto financeiro. No caso específico dos PIBS, o regime distingue entre as informações pré-contratuais divulgadas por (i) empresas de seguros e (ii) mediadores de seguros e as empresas de seguros que prestem aconselhamento sobre PIBS. No primeiro caso, as informações devem ser divulgadas na comunicação a que se refere o n.º 2 do artigo 185.º da Diretiva 2009/138/CE<sup>12</sup> ou, se for caso disso, nos termos do n.º 1 do artigo 29.º da Diretiva (UE) 2016/97<sup>13,14</sup>. No segundo caso, em conformidade com o n.º 1 do artigo 29.º da Diretiva (UE) 2016/97<sup>15,16</sup>. É neste quadro legal que as empresas e os mediadores de seguros devem informar (e demonstrar) se e em que medida os produtos de investimento com base em seguros têm ambições de sustentabilidade, por referência às categorias referidas *infra*<sup>17</sup>, bem como se são realizados investimentos sustentáveis.

O Regulamento (UE) 2019/2088 consagra uma definição de investimento sustentável<sup>18</sup>. Para que um *investimento* seja considerado *sustentável* deve: (i) realizar-se numa atividade económica que contribui para um objetivo ambiental ou social (*e.g.*, combater as desigualdades ou promover a coesão social, a integração social e as relações laborais); (ii) não prejudicar significativamente nenhum desses objetivos; e (iii) assegurar que as empresas beneficiárias do investimento seguem boas práticas de governação, em particular,

<sup>12</sup> Directiva 2009/138/CE, de 25 de novembro, relativa ao acesso à actividade de seguros e resseguros e ao seu exercício (Solvência II).

<sup>13</sup> Directiva (UE) 2016/97, de 20 de janeiro, sobre a distribuição de seguros.

<sup>14</sup> Cf. a alínea *b*) do n.º 3 do artigo 6.º do Regulamento (UE) 2019/2088.

<sup>15</sup> Cf. a alínea *j*) do n.º 3 do artigo 6.º do Regulamento (UE) 2019/2088.

<sup>16</sup> As informações pré-contratuais devem ser divulgadas em conformidade com os modelos constantes dos anexos II e III do Regulamento Delegado (UE) 2022/1288 (cf. o n.º 3 do artigo 6.º do Regulamento (UE) 2019/2088 e o n.º 1 do artigo 14.º e n.º 1 do artigo 18.º do Regulamento Delegado (UE) 2022/1288). Sobre o preenchimento destes modelos, vd. *Produtos financeiros que realizam investimentos sustentáveis em Desenvolvimentos Regulatórios do Setor Segurador e do Setor dos Fundos de Pensões | 2022*, Departamento de Política Regulatória, ASF (2023), 89 e 91, acessível em <https://www.asf.com.pt>

<sup>17</sup> Vd. cap. 3 e 4.

<sup>18</sup> Cf. ponto 17) do artigo 2.º do Regulamento (UE) 2019/2088.

quanto às relações laborais, remuneração de empregados e cumprimento de legislação fiscal<sup>19</sup>. Antes de mais, a definição de investimento sustentável não concretiza o instrumento jurídico subjacente à realização do investimento (e.g., compra e venda de ações). Com efeito, a definição legal de investimento sustentável não estabelece qualquer *abordagem específica* para aferir a contribuição de um investimento para os objetivos sociais ou ambientais. Cabe aos intervenientes no mercado financeiro<sup>20</sup> divulgar a metodologia aplicada para avaliar os investimentos sustentáveis, incluindo de que forma é que determinaram o contributo dos investimentos para os objetivos ambientais ou sociais, como é que os investimentos não prejudicam significativamente qualquer objetivo ambiental ou social<sup>21</sup>, e que as empresas beneficiárias do investimento cumprem as boas práticas de governação<sup>22</sup>.

Por outro lado, o regime legal estabelece que o destinatário do *investimento sustentável* é uma *atividade económica*. Consequentemente, poderíamos ser levados a crer que o investimento deve ser alocado a um projeto ou atividades *em concreto* ou numa empresa que realize uma única atividade. No entanto, os intervenientes no mercado financeiro podem investir em instrumentos que não especifiquem a utilização dos montantes investidos, em particular, participações sociais<sup>23</sup>. Assim, o preenchimento dos requisitos previstos na definição legal de investimento sustentável pode ser aferido ao nível da empresa beneficiária do investimento, em vez de se considerar somente uma atividade económica<sup>24</sup>.

<sup>19</sup> Vd. *Answers to questions on the interpretation of Regulation (EU) 2019/2088, submitted by the European Supervisory Authorities on 9 September 2022*, 3, acessível em <https://www.esma.europa.eu>. Para uma discussão sobre a natureza jurídica dos instrumentos de *soft law*, vd. Heikki Marjosola, Marloes van Rijsbergen, Miroslava Scholten, *How to exhort and to persuade with(out legal) force: Challenging soft law after FBF*, 59 *Common Market Law Review* (2022), 1523-1542 e Marcacci, *Global cit.*, 644-645 e 660.

<sup>20</sup> Vd. o ponto 1) do artigo 2.º do Regulamento (UE) 2019/2088.

<sup>21</sup> Sobre o *princípio de não prejudicar significativamente*, vd. texto junto à n. 31.

<sup>22</sup> Cf. *Answers to questions on the interpretation of Regulation (EU) 2019/2088 cit.*, 2 e 3.

<sup>23</sup> Cf. *Answers to questions on the interpretation of Regulation (EU) 2019/2088 cit.*, 2.

<sup>24</sup> *Ibid.* Sobre a definição legal de investimento sustentável, vd., desenvolvidamente, *Produtos financeiros que realizam investimentos sustentáveis cit.*, 86-87.

Adicionalmente, cumpre distinguir entre um *investimento sustentável* e uma *atividade económica sustentável*. Referimos *supra* os requisitos legalmente previstos para o primeiro; quanto à segunda, dispomos dos critérios para que uma atividade seja considerada sustentável do ponto de vista ambiental (*vulgo*, a Taxonomia da União Europeia)<sup>25</sup>. A definição de *investimento sustentável* inclui investimentos em atividades económicas que contribuam para um objetivo de natureza ambiental, em particular, investimentos em *atividades económicas sustentáveis do ponto de vista ambiental* que preencham os critérios previstos no Regulamento (UE) 2020/852<sup>26</sup>. Neste quadro, os investimentos em *atividades económicas susten-*

<sup>25</sup> Cf. o artigo 3.º do Regulamento (UE) 2020/852, de 18 de junho, relativo ao estabelecimento de um regime para a promoção do investimento sustentável. Para que uma atividade seja considerada sustentável do ponto de vista ambiental deve: (i) contribuir substancialmente para um ou mais dos objetivos ambientais estabelecidos no artigo 9.º do Regulamento (UE) 2020/852 nos termos dos artigos 10.º a 16.º desse regulamento; (ii) não prejudicar significativamente nenhum dos objetivos ambientais estabelecidos no artigo 9.º do Regulamento (UE) 2020/852 nos termos do artigo 17.º desse regulamento; (iii) ser exercida em conformidade com as salvaguardas mínimas previstas no artigo 18.º do Regulamento (UE) 2020/852; e (iv) satisfizer os critérios técnicos de avaliação que tenham sido estabelecidos pela Comissão. Os referidos critérios técnicos de avaliação encontram-se no Regulamento Delegado (UE) 2021/2139, de 4 de junho, que completa o Regulamento (UE) 2020/852 mediante o estabelecimento de critérios técnicos de avaliação para determinar em que condições uma atividade económica é qualificada como contribuindo substancialmente para a mitigação das alterações climáticas ou para a adaptação às alterações climáticas e estabelecer se essa atividade económica não prejudica significativamente o cumprimento de nenhum dos outros objetivos ambientais. A Comissão Europeia apresentou a Proposta de Regulamento Delegado que estabelece os critérios técnicos de avaliação relativos aos seguintes objetivos ambientais previstos no artigo 9.º do Regulamento (UE) 2020/852: (i) utilização sustentável e proteção dos recursos hídricos e marinhos; (ii) transição para uma economia circular; (iii) prevenção e o controlo da poluição; e (iv) prevenção e o controlo da poluição, acessível em <https://finance.ec.europa.eu>. Vd., ainda, Assunção Cristas, *A Sustentabilidade no Centro da Evolução Legislativa Europeia. Os Novos Princípios Estruturantes da Taxonomia Climática e Ambiental e os seus Reflexos*, em *Estudos em Homenagem à Professora Doutora Maria Helena Brito*, II, org. Anabela Sousa Gonçalves *et al.*, Gestlegal (2022), 846-850, Juan Andrés Salido Villatoro, *Sistemas de clasificación (taxonomias) relacionados con las finanzas sostenibles*, em *La sostenibilidad* cit., 927-947, Aaron Ezroj, *Carbon Risk and Green Finance*, Routledge (2021), 53-65, e Marcacci, *Global* cit., 641-642.

<sup>26</sup> Cf. o considerando (19) do Regulamento (UE) 2020/852.

*táveis do ponto de vista ambiental* alinhadas com a Taxonomia da União Europeia são qualificados como *investimentos sustentáveis* no contexto dos requisitos de divulgação a nível do produto estabelecidos no Regulamento (UE) 2019/2088<sup>27</sup>. Como se referiu, o regime legal não obsta a que o investimento seja realizado numa empresa que não especifique a utilização das receitas. Nesses casos, deve verificar-se o preenchimento dos elementos adicionais previstos no Regulamento (UE) 2019/2088, tendo em vista considerar *todo* o investimento nessa empresa um investimento sustentável, a saber, (i) verificar se as restantes atividades económicas da empresa cumprem os elementos ambientais do “princípio de não prejudicar significativamente”; e (ii) determinar se a contribuição para o objetivo ambiental é suficiente<sup>28</sup>.

A dita Taxonomia da União Europeia é um sistema de classificação em permanente evolução. Com efeito, nem todas as atividades económicas estão refletidas nos critérios técnicos de avaliação estabelecidos pela Comissão Europeia, os quais se encontram sujeitos a atualização<sup>29</sup>. Ora, um investimento pode ser considerado sustentável ainda que invista em atividades económicas não previstas na Taxonomia da União Europeia, devendo o interveniente no mercado financeiro divulgar em que medida os critérios previstos na definição de investimento sustentável se encontram preenchidos<sup>30</sup>.

<sup>27</sup> Cf. a *Comunicação da Comissão sobre a interpretação e a aplicação de determinadas disposições jurídicas do Regulamento Taxonomia da UE e as ligações com o Regulamento Divulgação de Informações sobre Sustentabilidade dos Serviços Financeiros* (2023/C 211/01), 16 de junho de 2023, acessível em <https://eur-lex.europa.eu>.

<sup>28</sup> *Ibidem*.

<sup>29</sup> Vd. os considerandos (50) e (59) do Regulamento (UE) 2020/852 e *Questions and Answers: Taxonomy Climate Delegated Act and Amendments to Delegated Acts on fiduciary duties, investment and insurance advice*, Comissão Europeia, 21 de abril de 2021, acessível em <https://ec.europa.eu>.

<sup>30</sup> Cf. *Question related to Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector (Sustainable Finance Disclosure Regulation 2019/2088)*, Ref.Ares(2021)4556843, 14 de julho de 2021, 8, acessível em <https://www.esma.europa.eu>. No entanto, o interveniente no mercado financeiro não deve interpretar o ponto 17) do artigo 2.º do Regulamento (UE) 2019/2088 de forma diferente para os diferentes produtos financeiros por si comercializados. Cf. *Questions and answers (Q&A) on the SFDR Delegated Regulation (Commission Delega-*

Um dos critérios previsto na definição legal de investimento sustentável é o de *não prejudicar significativamente nenhum dos outros objetivos* (i.e., objetivos ambientais e sociais referidos no ponto 17) do artigo 2.º do Regulamento (UE) 2019/2088<sup>31</sup>. Nos termos do artigo 2.º-A do Regulamento (UE) 2019/2088, cabe às Autoridades Europeias de Supervisão elaborar projetos de normas técnicas de regulamentação que especifiquem em pormenor o teor e a apresentação das informações à luz do “princípio de não prejudicar significativamente” a que se refere o ponto 17) do artigo 2.º do referido Regulamento, em conformidade com o conteúdo, as metodologias e a apresentação dos indicadores de sustentabilidade relacionados com os impactos negativos a que se referem os n.ºs 6 e 7 do artigo 4.º do referido Regulamento. Os referidos indicadores encontram-se atualmente no anexo I do Regulamento Delegado (UE) 2022/1288 (e.g., emissões de gases com efeito de estufa). No entanto, na ausência de critérios legais que permitam determinar de que forma um investimento respeita o princípio de não prejudicar significativamente, cabe aos intervenientes no mercado financeiro proceder a esta avaliação<sup>32,33</sup>.

*ted Regulation (EU) 2022/1288*), Autoridade Bancária Europeia, Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma, Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados, JC 2022 62 (2022), 17, acessível em <https://www.esma.europa.eu>.

<sup>31</sup> Sobre o princípio de não prejudicar significativamente, vd. *Produtos financeiros que realizam investimentos sustentáveis* cit., 91-93.

<sup>32</sup> Cf. *Answers to questions on the interpretation of Regulation (EU) 2019/2088* cit., 3 e *Advice to the European Commission on Greenwashing, Progress Report*, Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma (2023), 49 e 50, acessível em <https://www.eiopa.europa.eu>.

<sup>33</sup> De acordo com a *Comunicação da Comissão* cit., considera-se que os investimentos em atividades económicas alinhadas pela Taxonomia da União Europeia cumprem integralmente o “princípio de não prejudicar significativamente” e o requisito de assegurar que uma empresa beneficiária do investimento respeite práticas de boa governação previstos no Regulamento (UE) 2019/2088, tendo em conta que as referidas atividades cumprem as salvaguardas mínimas da Taxonomia (vd. o artigo 18.º do Regulamento (UE) 2020/852).

### 3. Produto financeiro que promova, entre outras, características ambientais ou sociais

Nem todos os produtos financeiros têm o mesmo grau de ambição de sustentabilidade. Neste quadro, para efeitos da divulgação de informações pré-contratuais, o Regulamento (UE) 2019/2088 estabelece duas categorias: (i) produtos financeiros que promovem características ambientais ou sociais e (ii) produtos financeiros que têm como objetivo um impacto positivo no ambiente e na sociedade<sup>34</sup>, previstos respetivamente nos artigos 8.º e 9.º do Regulamento (UE) 2019/2088. Caso sejam promovidas as referidas características e desde que as empresas em que são efetuados os investimentos respeitem as práticas de boa governação<sup>35</sup> (e.g., Princípios do Pacto Global das Nações Unidas<sup>36</sup>), devem ser divulgadas as seguintes informações pré-contratuais: (i) o modo como essas características são alcançadas; e (ii) se tiver sido designado um índice de referência, se e de que forma este índice corresponde a tais características<sup>37-38</sup>. Estas informações são divulgadas de acordo com o modelo previsto no anexo II do Regulamento Delegado (UE) 2022/1288, o qual estabelece que devem ser prestadas diversas informações adicionais, designadamente indicadores de sustentabilidade utilizados para avaliar a concretização de cada uma das características ambientais ou sociais promovidas pelo produto financeiro, estratégia de investimento seguida e alocação de ativos prevista.

Para a Comissão Europeia, o sentido e o alcance de *promover* resulta essencialmente do conteúdo dos *documentos* relativos ao

<sup>34</sup> Cf. o considerando (21) do Regulamento (UE) 2019/2088.

<sup>35</sup> O regime legal não identifica as fontes de boas práticas de governação, ficando a sua densificação consagrada em instrumentos de *soft law*. Vd. *Questions and answers (Q&A) on the SFDR Delegated Regulation (Commission Delegated Regulation (EU) 2022/1288)* cit., 16.

<sup>36</sup> Disponíveis em <https://unglobalcompact.org/>

<sup>37</sup> Cf. o n.º 1 do artigo 8.º do Regulamento (UE) 2019/2088.

<sup>38</sup> O artigo 8.º do Regulamento (UE) 2019/2088 não *limita* as características que podem ser *promovidas* por produtos financeiros (e.g., um produto financeiro desta natureza pode promover a redução de emissões de carbono). Cf. *Answers to questions on the interpretation of Regulation (EU) 2019/2088* cit., 5.

produto financeiro. Com efeito, um produto *promove* as referidas características através, designadamente de afirmações diretas ou indiretas, informação, reporte e divulgações, bem como a impressão de que os investimentos realizados por determinado produto financeiro também consideram características ambientais ou sociais em termos designadamente de políticas de investimento, objetivos ou ambição genérica, divulgada em documentos de informação pré-contratual, comunicações de *marketing* e anúncios, bem como informação sobre a adesão a rótulos relacionados com sustentabilidade<sup>39-40</sup>. Caso as características ambientais ou sociais sejam *promovidas* nos termos descritos, aplica-se o regime de deveres de informação previsto no artigo 8.º do Regulamento (UE) 2019/2088. Consequentemente, para efeitos de aplicação do referido artigo 8.º, não se exige uma *percentagem mínima* de investimentos com ambições de sustentabilidade.

Assim, em primeira instância, o conceito *promover* não está diretamente relacionado com o *investimento*, mas com eventuais referências a sustentabilidade, cuja presença dita a divulgação das informações legalmente previstas. No entanto, o regime não se basta com a imposição de meros deveres de informação. Com efeito, prevêem-se requisitos adicionais para que seja possível afirmar que um produto financeiro promove características ambientais sociais.

<sup>39</sup> Cf. *Question related to Regulation (EU) 2019/2088* cit. 8., Vd., também, Produtos financeiros que realizam investimentos sustentáveis cit., 87-88.

<sup>40</sup> Face à interpretação da Comissão Europeia, o *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (BaFin) publicou um documento de perguntas e respostas relativas ao Regulamento (UE) 2019/2088, de acordo com o qual o termo *bewerden* (na versão alemã do Regulamento (UE) 2019/2088 refere-se *beworden*) não deve ser interpretado no sentido de *divulgar* (*Werbung betreiben*), mas como *fördern*. Consequentemente, não é necessário que um produto financeiro anuncie as características ambientais ou sociais, designadamente através de comunicações de *marketing*, para que se considere que *promove* as referidas características, bastando o cumprimento dos deveres de informação legalmente previstos. Adicionalmente, a promoção (*fördern*) deve ser direcionada e comunicada externamente. Cf. *Fragen und Antworten zur EU-Offenlegungsverordnung*, BaFin, 10 de julho de 2023, acessível em <https://www.bafin.de>.

Por um lado, as empresas em que são efetuados os investimentos devem respeitar *as boas práticas de governação*<sup>41</sup>. Assim, os intervenientes no mercado financeiro estão condicionados na escolha das empresas beneficiárias do investimento. Por outro, devem ser divulgadas as características ambientais ou sociais promovidas pelo produto financeiro e os indicadores de sustentabilidade utilizados para avaliar a concretização dessas características<sup>42</sup>. Logo, deve ser apresentado e medido o impacto dos investimentos. No entanto, a indeterminação dos conceitos legalmente previstos confere uma ampla margem de liberdade na configuração dos investimentos. Com efeito, o regime não densifica as boas práticas de governação<sup>43</sup>, nem aponta um elenco de características e de indicadores.

Podem ainda surgir dúvidas sobre o *efetivo* impacto dos investimentos. Na verdade, as características ambientais ou sociais poderão ser asseguradas por uma parte reduzida dos investimentos realizados<sup>44</sup>. Adicionalmente, os restantes investimentos não se encontram sujeitos aos requisitos referidos *supra* (isto é, no texto da lei, são investimentos *não alinhados com as características ambientais ou sociais*<sup>45</sup>)<sup>46</sup>.

Por último, ainda que o produto financeiro promova características ambientais ou sociais podem ser realizados *investimentos sustentáveis*<sup>47</sup> e os intervenientes no mercado financeiro devem

<sup>41</sup> Vd. o texto junto à n. 35.

<sup>42</sup> Cf. o anexo II do Regulamento Delegado (UE) 2022/1288.

<sup>43</sup> Ainda que os intervenientes no mercado financeiro devam descrever nos sítios da Internet as políticas de avaliação das práticas de boa governação das empresas beneficiárias do investimento, incluindo no que respeita às estruturas de gestão, relações laborais e práticas de remuneração do pessoal sãs e ao cumprimento das obrigações fiscais (cf. alínea (b) artigo 28.º do Regulamento Delegado (UE) 2022/1288).

<sup>44</sup> Vd. *Advice to the European Commission on Greenwashing* cit., 51.

<sup>45</sup> Cf. o anexo II do Regulamento Delegado (UE) 2022/1288.

<sup>46</sup> No entanto, devem ser prestadas informações quanto à eventual aplicação de *salvaguardas mínimas* em matéria ambiental ou social. Cf. o anexo II do Regulamento Delegado (UE) 2022/1288.

<sup>47</sup> No caso de investimentos em atividades económicas sustentáveis do ponto de vista ambiental, vd. o artigo 6.º do Regulamento (UE) 2020/852. Cf. *Question related to Regulation (EU) 2019/2088* cit., 8. Sobre a natureza dos *investimentos sustentáveis*, vd. cap. 1.

informar se serão realizados investimentos desta natureza<sup>48</sup>. No entanto, realizar investimentos sustentáveis é distinto de ter como *objetivo a realização de investimentos sustentáveis*<sup>49</sup>. Com efeito, os investimentos de produtos financeiros que preenchem os requisitos previstos no artigo 8.º do Regulamento (UE) 2019/2088 podem corresponder parcialmente a investimentos sustentáveis – designadamente em *atividades económicas sustentáveis do ponto de vista ambiental*<sup>50</sup> –, ainda que não tenham como objetivo a realização destes investimentos.

#### 4. Produto financeiro que tem como objetivo investimentos sustentáveis

Um produto financeiro sujeito ao disposto no artigo 9.º do Regulamento (UE) 2019/2088 deve realizar *investimentos sustentáveis* na aceção do ponto 17) do artigo 2.º do referido regulamento<sup>51</sup>. Neste quadro, coloca-se a questão de saber *em que medida* devem ser realizados estes investimentos. Para a Comissão Europeia, podem ser realizados investimentos em diversos ativos, desde que sejam qualificados como investimentos sustentáveis. No entanto, de forma a cumprir requisitos de natureza prudencial ou setorial, podem ainda ser realizados investimentos para outros fins, designadamente de liquidez, que devem estar alinhados com o objetivo de investi-

<sup>48</sup> Cf. a alínea *a*) do n.º 3 do artigo 14.º do Regulamento Delegado (UE) 2022/1288.

<sup>49</sup> Sobre a natureza dos produtos financeiros que têm como objetivo realizar investimentos sustentáveis, vd. cap. 4.

<sup>50</sup> Cf. o artigo 3.º do Regulamento (UE) 2020/852 e artigo 15.º e o anexo II do Regulamento Delegado (UE) 2022/1288. Vd. *Questions related to Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector (SFDR)*, 9, acessível em <https://www.esma.europa.eu>. Sobre a fórmula de cálculo para determinar em que medida um investimento é sustentável quando os investimentos são realizados em atividades económicas sustentáveis do ponto de vista ambiental que cumpram os critérios previstos no artigo 3.º do Regulamento (UE) 2020/852, vd. cap. 4.

<sup>51</sup> Cf. *Questions related to Regulation (EU) 2019/2088 cit.*, 7.

mento sustentável<sup>52</sup>. Como tal, na ausência de uma percentagem mínima ou outro critério, a qualificação de um produto financeiro como tendo como objetivo investimentos sustentáveis deve ser apreciada casuisticamente e demonstrada no âmbito das informações pré-contratuais<sup>53</sup>.

Um produto financeiro pode ter como objetivo a redução de emissões de carbono<sup>54</sup>. Este objetivo corresponde a uma categoria especial de investimento sustentável legalmente prevista. Consequentemente, devem estar preenchidos os critérios previstos no ponto 17) do artigo 2.º do Regulamento (UE) 2019/2088<sup>55</sup>. Adicionalmente, no âmbito da divulgação de informações pré-contratuais, o regime legal prevê o seguinte: (i) nos termos do primeiro parágrafo do n.º 3 do artigo 9.º do Regulamento (UE) 2019/2088, caso o produto financeiro tenha o referido objetivo, as informações a divulgar devem incluir o objetivo de exposição a baixas emissões de carbono, a fim de alcançar os objetivos de longo prazo relativos ao aquecimento global do Acordo de Paris; ou (ii) nos termos do segundo parágrafo do referido n.º 3, se não estiver disponível nenhum índice de referência da União Europeia para a transição climática ou índice de referência da União Europeia alinhado com o Acordo de Paris de acordo com o Regulamento (UE) 2016/1011<sup>56</sup>, as informações devem incluir uma explicação pormenorizada da forma como é assegurado o esforço continuado para alcançar o objetivo de redução das emissões de carbono, a fim de alcançar os objetivos de longo prazo relativos ao aquecimento global do Acordo de Paris<sup>57</sup>.

O regime legal estabelece uma *fórmula de cálculo* para determinar em que medida um investimento é sustentável, mas somente

<sup>52</sup> Cf. *Question related to Regulation (EU) 2019/2088* cit., 5. Vd., também, *Produtos financeiros que realizam investimentos sustentáveis* cit., 87.

<sup>53</sup> *Ibid.* Vd. anexo III do Regulamento Delegado (UE) 2022/1288.

<sup>54</sup> Cf. o n.º 3 do artigo 9.º do Regulamento (UE) 2019/2088.

<sup>55</sup> Cf. *Question related to Regulation (EU) 2019/2088* cit., 5.

<sup>56</sup> Regulamento (UE) 2016/1011, de 8 de junho, relativo aos índices utilizados como índices de referência no quadro de instrumentos e contratos financeiros ou para aferir o desempenho de fundos de investimento.

<sup>57</sup> Estas informações devem ser divulgadas nos termos do anexo III do Regulamento Delegado (UE) 2022/1288.

para os investimentos em atividades económicas sustentáveis do ponto de vista ambiental que cumpram os critérios previstos no artigo 3.º do Regulamento (UE) 2020/852. Nos termos do n.º 1 do artigo 17.º do Regulamento Delegado (UE) 2022/1288, no cálculo da medida em que os investimentos são realizados em atividades económicas sustentáveis do ponto de vista ambiental, o numerador corresponde ao “valor de mercado de todos os investimentos do produto financeiro em atividades económicas sustentáveis do ponto de vista ambiental” e o denominador ao “valor de mercado de todos os investimentos do produto financeiro”. Adicionalmente, os *investimentos do produto financeiro em atividades económicas sustentáveis do ponto de vista ambiental* correspondem à soma dos valores de mercado dos investimentos do produto financeiro descritos no referido n.º 1. O n.º 1 do artigo 17.º do Regulamento Delegado (UE) 2022/1288 estabelece taxativamente um rol de *investimentos em atividades económicas sustentáveis do ponto de vista ambiental*<sup>58</sup>. Consequentemente, os investimentos que não sejam qualificados como um dos investimentos aí previstos não podem integrar o numerador da fórmula descrita<sup>59</sup>. Inversamente, o regime não estabelece qualquer elenco de investimentos para efeitos de preenchimento do denominador. Assim, o valor de mercado de *todos os investimentos do produto financeiro* deverá ser integrado no denominador<sup>60</sup>.

Por outro lado, o regime estabelece regras específicas para determinar o *valor de mercado* dos investimentos que integram o numerador. O valor de mercado a considerar é estabelecido por referência à natureza do investimento. Assim, para os títulos de dívida e de capital das sociedades beneficiárias de investimento, quando uma parte das suas atividades estiver associada a atividades económicas sustentáveis do ponto de vista ambiental, deve ser considerado o valor de mercado dessa proporção desses títulos de dívida ou de

<sup>58</sup> Vd. *Questions and answers (Q&A) on the SFDR Delegated Regulation (Commission Delegated Regulation (EU) 2022/1288)* cit., 5.

<sup>59</sup> Por exemplo, não existe uma metodologia adequada para calcular em que medida a exposição a dívida soberana esteja ligada a atividades económicas sustentáveis do ponto de vista ambiental. Cf. o considerando (34) do Regulamento Delegado (UE) 2022/1288.

<sup>60</sup> Cf. *Questions and answers (Q&A) on the SFDR Delegated Regulation* cit., 5.

capital e para os investimentos em ativos imobiliários qualificados como atividades económicas sustentáveis do ponto de vista ambiental, o valor de mercado desses investimentos<sup>61</sup>.

No caso de investimentos em títulos de dívida e de capital é ainda necessário considerar os indicadores-chave de desempenho. Com efeito, como estabelece o n.º 2 do artigo 17.º do Regulamento Delegado (UE) 2022/1288, a proporção das atividades das sociedades beneficiárias de investimento associadas a atividades económicas sustentáveis do ponto de vista ambiental deve ser calculada com base nos indicadores-chave de desempenho. Adicionalmente, o referido n.º 2 determina que o indicador-chave de desempenho a considerar deve ser o *mais adequado para o investimento do produto financeiro*. Para este efeito, deve distinguir-se entre *empresas não financeiras* e *empresas financeiras*. No primeiro caso, o cálculo da proporção das atividades associadas a atividades económicas sustentáveis do ponto de vista ambiental deve considerar o volume de negócios<sup>62</sup>. No entanto, poderão ser utilizados como indicadores-chave de desempenho as *despesas de capital* ou as *despesas de funcionamento* se, devido às características do produto financeiro, permitirem um cálculo mais representativo da medida em que um investimento seja realizado nas referidas atividades económicas<sup>63</sup>. No segundo caso, o referido cálculo deve utilizar os indicadores-chave de desempenho referidos no Regulamento Delegado (UE) 2021/2178<sup>64</sup>.

O regime não estabelece uma fórmula de cálculo para determinar em que medida os investimentos não realizados em atividades económicas sustentáveis do ponto de vista ambiental são consi-

<sup>61</sup> Cf. alíneas *a*), *c*) e *d*) no n.º 1 do artigo 17.º do Regulamento Delegado (UE) 2022/1288.

<sup>62</sup> Cf. o n.º 3 do artigo 17.º do Regulamento Delegado (UE) 2022/1288.

<sup>63</sup> Cf. o n.º 4 do artigo 17.º do Regulamento Delegado (UE) 2022/1288.

<sup>64</sup> *Ibid.* Quando as empresas beneficiárias do investimento sejam empresas de seguros ou de resseguros, devem ser considerados os investimentos, os prémios brutos emitidos ou, se for caso disso, o rendimento total de seguros, resultantes do cálculo do indicador-chave de desempenho do investimento baseado no volume de negócios e nas despesas de capital, combinado, quando aplicável, com o indicador-chave de desempenho de subscrição das empresas de seguros e de resseguros no ramo não-vida que beneficiam do investimento em conformidade com os anexos IX e X do Regulamento Delegado (UE) 2021/2178.

derados sustentáveis. Aqui revela-se mais um elemento-chave da liberdade das partes ao qualificarem a natureza dos investimentos. Com efeito, não excluindo a possibilidade de existirem outros investimentos sustentáveis, além dos potencialmente sujeitos à fórmula de cálculo descrita, cabe aos intervenientes no mercado financeiro determinar as metodologias para este efeito, devendo, no entanto, ser preenchidos os critérios previstos no ponto 17) do artigo 2.º do Regulamento (UE) 2019/2088<sup>65</sup>.

## **Bibliografia**

- Aaron Ezroj, *Carbon Risk and Green Finance*, Routledge (2021)
- André Alfar Rodrigues, *O Desenvolvimento Sustentável e a Sustentabilidade na União Europeia*, AAFDL: Lisboa (2022)
- Antonio Marcacci, *Global Finance and the Anthropocene*, 34 *European Business Law Review*, 4 (2023)
- Assunção Cristas, *A Sustentabilidade no Centro da Evolução Legislativa Europeia, Os Novos Princípios Estruturantes da Taxonomia Climática e Ambiental e os seus Reflexos em Estudos em Homenagem à Professora Doutora Maria Helena Brito, II*, org. Anabela Sousa Gonçalves et al, Gestlegal (2022)
- Carlos Trias Pintó, *Finanzas sostenibles y pacto verde europeo em La sostenibilidad y el nuevo marco institucional y regulatorio de las finanzas sostenibles*, Org. José María López Jiménez et al, Thomson Reuters Aranzadi (2021)
- Edoardo Chiti, *Managing the Ecological Transition of the EU: The European Green Deal as a Regulatory Process* em *Common Market Law Review* 59 (2022)
- Heikki Marjosola, Marloes van Rijsbergen, Miroslava Scholten, *How to exhort and to persuade with(out legal) force: Challenging soft law after FBF*, 59 *Common Market Law Review* (2022)

<sup>65</sup> Sobre os elementos que devem estar reunidos para que um investimento seja considerado sustentável, vd. cap. 2. Vd., ainda, n. 30 e *Question related to Regulation (EU) 2019/2088* cit. 5.

- Juan Andrés Salido Villatoro, Sistemas de clasificación (taxonomias) relacionados com las finanzas sostenibles em La sostenibilidad y el nuevo marco institucional y regulatorio de las finanzas sostenibles, Org. José María López Jiménez et al, Thomson Reuters Aranzadi (2021)
- Luís Poças, Produtos de Investimento com Base em Seguros (PIBS) em Estudos de Direito do Consumo, II, org. Rui Paulo Coutinho de Mascarenhas Ataíde/Francisco Rodrigues Rocha/Vítor Palmela Fidalgo, Almedina: Coimbra (2023)
- Mafalda Miranda Barbosa/José Luís Dias Gonçalves, Instrumentos Financeiros – Valores mobiliários. Valores monetários. Derivados de crédito. Produtos de bancassurance, Gestlegal (2020)
- Nuno Lacasta, Pacto ecológico europeu: o compromisso coletivo para o desenvolvimento sustentável da EU, 130 Cadernos de economia (2020)
- Pierre-Grégoire Marly, Vers l'introduction de la durabilité dans le conseil en assurance-vie, 81 Bulletin Juridique Des Assurances (2022)
- Produtos financeiros que realizam investimentos sustentáveis em Desenvolvimentos Regulatórios do Setor Segurador e do Setor dos Fundos de Pensões | 2022, Departamento de Política Regulatória, Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões (2023)
- Sustentabilidade e governação das empresas de seguros e de resseguros, em Desenvolvimentos Regulatórios do Setor Segurador e do Setor dos Fundos de Pensões | 2021, Departamento de Política Regulatória, Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões (2022)
- Sustentabilidade no setor dos serviços financeiros em Desenvolvimentos Regulatórios do Setor Segurador e do Setor dos Fundos de Pensões | 2020, Departamento de Política Regulatória, ASF (2021)

