UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

FACULDADE DE DIREITO – ESCOLA DE LISBOA

CATÓLICA LISBON SCHOOL OF BUSINESS & ECONOMICS

Mestrado de Direito e Gestão

2021/2022

A relação entre a responsabilidade do Investidor Institucional e os riscos das alterações climáticas

Maria Carolina Ortigão Ramos

Orientadora: Professora Doutora Ana Perestrelo de Oliveira

Lisboa, junho de 2022

PRINCIPAIS ABREVIATURAS

Art(s).	Artigo(s)
CE	Comissão Europeia
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
COP	Conferência das Partes
CSC	Código das Sociedades Comerciais
CSRD	Proposta de Diretiva no que respeita à comunicação de informações sobre a sustentabilidade das empresas
CVM	Código dos Valores Mobiliários
e.g.	*Exempli gratia*
EIOPA	Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma
ESAs	Autoridades Europeias de Supervisão
ESG	Ambientais, Sociais ou de Governo das Sociedades
GEE	Gases com efeito de estufa
II(s)	Investidor(es) Institucional(is)
IPCC	Intergovernmental Panel on Climate Change
MPT	*Modern Portfolio Theory*
NFRD	Diretiva da Informação Não Financeira
OCDE	*Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico*
OICVM	Organismos de Investimento Coletivo em Valores Mobiliários,
ONU	*Organização das Nações Unidas*
Op. Cit.	*Obra Citada*
PRI	Principles for Responsible Investment
RI	Investimento(s) Responsável(eis)
RTS	Normas técnicas de regulamentação
SFDR	Regulamento relativo à divulgação e informações relacionas com a sustentabilidade no setor dos serviços financeiros
TCFD	Task Force on Climate Related Financial Disclosures
UE	União Europeia
UNFCCC	Convenção-Quadro das Nações Unidas sobre Alterações Climáticas
US$	Dólares dos Estados Unidos da América

ÍNDICE

PRINCIPAIS ABREVIATURAS 1

INTRODUÇÃO 3

CAPÍTULO 1 – O INVESTIDOR INSTITUCIONAL E AS ALTERAÇÕES CLIMÁTICAS 4

1.1 Conceito de Investidor Institucional 4

1.2 Regime internacional das alterações climáticas 5

1.2.1 O "*Climate Finance*" 7

1.3 Fatores das alterações climáticas 10

1.3.1 Riscos das alterações climáticas 11

1.3.2 Oportunidades decorrentes das alterações climáticas 13

1.3.3 Impactos Financeiros dos fatores climáticos 14

CAPÍTULO 2 - MECANISMOS DE INFLUÊNCIA DO INVESTIDOR INSTITUCIONAL NO COMBATE DAS ALTERAÇÕES CLIMÁTICAS 17

2.1 O *Responsible Investment* 17

2.1.1 Incorporação dos fatores climáticos no processo de decisão de investimento 18

2.1.1.1 O desinvestimento 21

2.1.1.2 Investimento em Produtos financeiros verdes: as *Green Bonds* 22

2.1.2 O ativismo acionista e os incentivos às sociedades participadas 24

2.1.2.1 A visão de curto prazo do Investidor Institucional 24

2.1.2.2 O conceito de S*tewardship* 25

2.1.3 O envolvimento no processo de criação de políticas climáticas 28

CAPÍTULO 3 - OS DEVERES JURÍDICOS CLIMÁTICOS DO INVESTIDOR INSTITUCIONAL 30

3.1 Delimitação das iniciativas legislativas da União Europeia relacionadas com as estratégias de *Responsible Investment* 30

3.1.1 O Ativismo acionista 32

3.1.2 O dever de divulgar informações relacionadas com as alterações climáticas e da gestão dos riscos climáticos 33

3.1.3 A consideração do impacto das decisões de investimento nos fatores climáticos 35

3.2 A obrigação de ponderar sobre os riscos climáticos: violação dos Deveres Fiduciários do Investidor Institucional? 37

3.2.1 Argumentos contra a integração dos fatores ESG nos deveres fiduciários 39

3.2.2 Argumentos a favor da integração dos fatores ESG nos deveres fiduciários 41

CONCLUSÃO 46

BIBLIOGRAFIA 49

INTRODUÇÃO

As alterações climáticas são uma das maiores ameaças que a humanidade enfrenta, com impactos devastadores e de longo alcance na sociedade, no meio ambiente e na economia, afetando todas as regiões do mundo, todas as carteiras de investimento e todos os setores da sociedade. É, neste sentido, que o Objetivo 13 da Agenda 2030 para o Desenvolvimento Sustentável da ONU reconhece que tomar medidas urgentes no combate das alterações climáticas e dos seus impactos, é essencial para transformar o mundo e alcançar o desenvolvimento sustentável.

Por sua vez, nos últimos anos, o setor financeiro tem sido pressionado a contribuir para as medidas de adaptação ao clima e de atenuação dos seus efeitos e a tomar decisões de investimento mais "verdes". Tal leva a um crescimento da expectativa que os Investidores Institucionais sejam dos principais agentes da mudança, uma vez que o comportamento destas instituições moldará substancialmente, não apenas a velocidade e a natureza da transição da economia e da sociedade para fontes de energia mais limpas, mas também da transição paralela do próprio sistema financeiro global para um mundo de baixo ou zero carbono.

Além do supra exposto, o compromisso assumido pelos signatários do Acordo de Paris implica uma transformação drástica da economia global com resultados importantes na regulação e na tentativa de consagrar uma responsabilização ambiental a nível da legislação em relação aos Investidores Institucionais e outras Instituições Financeiras.

Com este estudo, pretende-se, num primeiro instante, aprofundar sobre a temática da relação dos Investidores Institucionais e os riscos climáticos, numa era pós-Acordo de Paris. De seguida, tentaremos analisar criticamente os mecanismos à disposição do investidor para o combate das alterações climáticas. E, por último, tentaremos demonstrar os deveres jurídicos criados para estes agentes, procurando analisar os recentes desenvolvimentos legais e regulamentares na União Europeia (e Portugal), e de que forma a consideração das alterações climáticas pelos Investidores Institucionais é permitida no cumprimento dos seus deveres fiduciários perante os beneficiários.

Palavras-chave: Investidor Institucional; alterações climáticas; Investimento responsável; fatores ESG; deveres fiduciários;

CAPÍTULO 1 – O INVESTIDOR INSTITUCIONAL E AS ALTERAÇÕES CLIMÁTICAS

1.1 Conceito de Investidor Institucional

Na definição de investidor, integramos todos os possíveis investidores ou os investidores efetivos de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros[1]. A lei distingue os investidores profissionais dos não profissionais (ou investidores institucionais e não institucionais). Os Investidores Institucionais (IIs) estão elencados no Art. 30º, nº1 do CVM, e integram, entre os quais, as instituições de crédito, as empresas de investimento, as empresas de seguro, as instituições de investimento coletivo e respetivas sociedades gestoras e os fundos de pensões e respetivas sociedades gestoras.

A definição de IIs, enquanto investidores profissionais, implica que possuam mais experiência, conhecimentos e melhor informação para tomar as suas próprias decisões de investimento e avaliar os riscos em que incorrem. Em acréscimo, embora reconhecendo a importância de outras agentes financeiros e não financeiros (como os bancos e as empresas), os IIs são vistos como tendo um papel fundamental na economia mundial.

A participação dos IIs nos mercados internacionais tem vindo a aumentar de forma constante, sendo vistos, cada vez mais, como impulsionadores das empresas a reduzir as suas emissões de carbono e a prepararem-se para uma economia de baixo carbono[2].

De facto, com mais de US$100 biliões em ativos em 2019, somente considerando os países da OCDE, os IIs possuem carteiras suficientemente relevantes, detendo grandes blocos de capital disperso, pelo que representam potencialmente uma importante fonte de financiamento sustentável de longo prazo[3].

É pelo supra exposto que se considera a responsabilização dos IIs em incluir as preocupações com as alterações climáticas nas suas decisões de investimento.

---

[1] CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina (2018), 255
[2] KRUEGER, Philipp, Et. al., *The Importance of Climate Risks for Institutional Investors*, EGCI – Finance Working Paper No. 610/2019 (2019), 2-3
[3] OECD, *Mobilising institutional investors for financing sustainable development in developing countries: Emerging evidence of opportunities and challenges* (2021), 4

Neste sentido, num recente inquérito realizado pela CMVM, os IIs foram identificados como os principais agentes com maior influência no desenvolvimento do investimento sustentável em Portugal, seguidos dos bancos e do Governo[4].

1.2 Regime internacional das alterações climáticas

De acordo com a IPCC (*Intergovernmental Panel on Climate Change*)[5]: "Alteração climática refere-se a uma alteração no estado do clima (…). A alteração climática pode dever-se a processos internos naturais ou forçamento externo, tais como modulações dos ciclos solares, erupções vulcânicas e alterações antropogénicas persistentes na composição da atmosfera ou na utilização dos solos"[6].

Desde 1972, com a 1ª Cimeira da ONU sobre o Homem e o Ambiente, em Estocolmo, constituindo-se como a 1ª Conferência Internacional dedicada exclusivamente aos problemas ambientais, que marcos históricos têm sido feitos para proteção do meio ambiente.

Da 1ª Conferência Mundial do Clima (1979), em Genebra, convocada pela Organização Meteorológica Mundial, resultou o reconhecimento das alterações climáticas como um "problema grave e de interesse global". Contudo, foi ao longo das últimas décadas que o regime internacional das alterações climáticas foi concretizado, através da UNFCCC (1994), o Protocolo de Quioto (1997) e o Acordo de Paris (2015)[7].

A Convenção-Quadro das Nações Unidas sobre Alterações Climáticas *(United Nations Framework Convention on Climate Change* – UNFCCC, em inglês) entrou em vigor a 21 de março de 1994, ratificada por 185 países e teve como objetivo final estabilizar as concentrações de gases com efeito de estufa (GEE) na atmosfera num nível que evitasse a interferência humana perigosa no sistema climático. Decorreu dos trabalhos da 2ª Cimeira da ONU (1992), no Rio de Janeiro ou Cimeira da Terra[8].

A UNFCCC classifica os países que ratificaram a convenção como Partes no Anexo I e Anexo II. As Partes do Anexo I (países desenvolvidos), são países que

[4] CMVM, *Risk Outlook 2022* (2022), 78-79
[5] Criado pelo Programa da ONU para o Meio Ambiente e pela Organização Meteorológica Mundial em 1988. Tem como principal preocupação fornecer avaliações científicas sobre as alterações climáticas, as suas implicações e possíveis riscos futuros, ao mesmo tempo que fornece opções de mitigação e adaptação climática.
[6] https://www.ipcc.ch/site/assets/uploads/2018/03/ar5_wg2_spmport-1.pdf
[7] IPCC, *Climate Change 2022: Mitigation of Climate Change Report* (2022), Capítulo 14.3.1.1, 14
[8] Foi a partir desta Cimeira que os países signatários da UNFCCC decidiram reunir-se uma vez por ano nas "Conferências das Partes" (COP)

pertencem à OCDE, incluindo 12 países com economias em transição da Europa Central e Oriental. Este grupo de países tinha a meta de reduzir, individual ou conjuntamente, as suas emissões de GEE aos níveis de 1990, até 2000.

Quanto às Partes do Anexo II (países desenvolvidos, excecionando os países com economias em transição) tinham obrigações adicionais relacionadas ao fornecimento de suporte financeiro e tecnológico. Todas as partes, incluindo as dos países em desenvolvimento – caracterizadas como Partes não pertencentes ao Anexo I (*non-Annex I*) – tinham obrigações de relatório, bem como obrigações de adotar políticas e medidas de mitigação e adaptação.

Quanto ao Protocolo de Quioto e o Acordo de Paris, apesar de distintos, são "instrumentos jurídicos relacionados" e apenas as Partes da UNFCCC são partes desses instrumentos posteriores.

O Protocolo de Quioto entrou em vigor a 16 de fevereiro de 2005 (fruto da COP3 (1997). Em síntese, o Protocolo operacionaliza a UNFCCC ao comprometer os países industrializados e as economias em transição a limitar e reduzir as emissões GEE, de acordo com as metas individuais acordadas, requerendo a esses países que adotem políticas e medidas de mitigação e as informem periodicamente. Ao vincular apenas os países desenvolvidos, impõe um ónus mais pesado pelo facto de reconhecer que estes eram – e continuam a ser – os principais responsáveis pelos altos níveis de emissões de GEE na atmosfera.

O primeiro período de compromisso de redução dos níveis dos GEE (pelo menos 5% relativamente aos níveis de 1990) foi entre 2008 e 2012, para os países listados no Anexo B. No final do período de avaliação de conformidade sob o Protocolo de Quioto, as Partes do Anexo B estavam em total conformidade com as suas metas[9]. Na COP 18 (Doha), em 2012, as partes adotaram o segundo período de compromisso (2013 a 2020).

Por sua vez, foi apenas em 2015, após a COP 21, que o Acordo de Paris foi adotado, tendo entrado em vigor a 4 de novembro de 2016. Tem, até hoje, 193 signatários e representa o principal marco atual na afirmação do combate das alterações climáticas e da adaptação aos seus efeitos, ao mesmo tempo que realça a necessidade de auxílio aos países em desenvolvimento. É um tratado internacional juridicamente vinculativo sobre as alterações climática e está centrado no propósito de conter o

[9] IPCC, *Op. Cit.*, Capítulo 14.3.1.1, 14-15

aumento médio da temperatura mundial abaixo de 2°C relativamente aos níveis pré-industriais, determinando, ainda, que se prossigam esforços para limitar o aumento da temperatura a 1,5º C até 2050.

Contudo, apesar do seu caráter legal, o Acordo de Paris é um tratado que contém disposições de diferentes níveis de "vinculação" das Partes. Avaliado com base em critérios como o conteúdo normativo das disposições, a precisão dos termos, a linguagem utilizada e os mecanismos de supervisão em vigor, o Acordo de Paris contém todo o espectro de disposições, desde *hard law* a *soft law* e até mesmo disposições "não-jurídicas" (disposições que não possuem uma configuração padrão ou conteúdo normativo, mas que desempenham um papel importante na construção da narrativa e de definição de contexto)[10].

Em acréscimo, o Acordo de Paris exige que as Partes submetam os seus planos de ação climática através das Contribuições Nacionalmente Determinadas (NDCs) (Art. 4º, nº3). Para tal, todas as Partes prestam informação regularmente sobre as suas emissões e sobre os seus esforços de implementação e, a cada 5 anos, é feito um balanço global para avaliar o progresso realizado.

Neste sentido, a COP 26, realizada no final de 2021 em Glasgow, pode ser considerada a mais importante Conferência Climática desde a COP21 (Paris), uma vez que, passados os primeiros 5 anos desde o Acordo de Paris e tendo a COP de 2020 sido adiada devido à pandemia, o primeiro balanço global sobre as NDCs de cada País signatário ocorreu apenas em 2021. De acordo com a atualização mais recente, quase todas as Partes enviaram NDCs novas ou atualizadas, já aplicando as orientações adicionais relevantes da COP (na qualidade de reunião das Partes do Acordo de Paris) com novos períodos de implementação (2025 a 2050)[11].

1.2.1 O "*Climate Finance*"

O objetivo do Acordo de Paris estende-se, para além dos compromissos de aumento da capacidade de adaptação e da promoção da resiliência climática, também ao objetivo de redirecionar os fluxos de investimento e financiamento para o combate das alterações climáticas (Art. 2º, nº1 alínea a) a c) do Acordo de Paris). É possível identificar que, para alcançar estes objetivos, o Acordo estabelece uma arquitetura incentivadora para

[10] IPCC, *Op. Cit.*, Capítulo 14.3.2, 19
[11] https://unfccc.int/sites/default/files/resource/cma2021_08E.pdf

mobilizar os agentes estatais (Países e respetivos Governos, que são parte do Acordo de Paris) e os agentes não-estatais (empresas, instituições financeiras, investidores, etc.)[12].

Por isso que, entre as principais iniciativas acordadas na COP26, importa destacar, nomeadamente, a formação da *Glasgow Financial Alliance for Net Zero* (GFANZ). Tem como princípio reunir o setor financeiro para acelerar a transição para uma economia líquida zero. Em novembro de 2021, já compreendia mais de 450 instituições, responsáveis por US$130 biliões em ativos, comprometidas com as metas de emissões líquidas nulas. Os seus membros representam todos os segmentos da cadeia de valor do setor financeiro, como bancos, gestores de ativos e os *asset owners* (como fundos de pensões e empresas de seguro)[13].

Não obstante os últimos desenvolvimentos, muitos aspetos importantes da economia das alterações climáticas, que são de natureza financeira – como a precificação e cobertura dos riscos decorrentes das alterações climáticas, a consciencialização e as atitudes dos IIs perante estes riscos e os efeitos dos mesmos nas decisões de investimento – apenas foram recentemente exploradas, num campo novo e em rápido crescimento a que chamamos de Finanças Climáticas (*Climate Finance*)[14].

A UNFCCC define o financiamento climático como qualquer financiamento local, nacional ou transnacional – extraído de fontes públicas, privadas e alternativas de financiamento – que tem como objetivo final o apoio nas ações de mitigação e adaptação às alterações climáticas. Tal inclui o crescente esforço para incluir os riscos climáticos na tomada de decisões dos IIs. É esta a definição utilizada pela IPCC[15].

O C*limate Finance* é integrado no conceito de Finanças Sustentáveis (*Sustainable Finance*). Estas últimas compreendem os serviços e produtos financeiros que integrem critérios de sustentabilidade, nomeadamente de fatores Ambientais, Sociais e de Governo das Sociedades (ESG ou *Environmental, Social* e *Governance*, em inglês), aquando das decisões de investimento, tendo como objetivo aumentar o investimento de longo prazo em projetos e atividades da economia sustentável.

[12] RESPONSIBLE INVESTOR, *COP 26 & the EU Sustainable Finance Agenda: The Starting Line For The Next Decade* (2021), 5-6
[13] GFANZ, *Our progress and plan towards a net-zero global economy* (2021), 4 e 99
[14] GIGLIO, Stefano, Et. al., *Climate Finance*, NYU Stern School of Business Forthcoming (2020), 2
[15] IPCC, *Op. Cit.*, Capítulo 15.1.1, 9

Assim, nas Finanças Sustentáveis, mais especificamente nas questões ambientais, estão integradas as questões de atenuação e adaptação às alterações climáticas, bem como questões gerais do ambiente (e.g. catástrofes naturais, poluição, esgotamento de recursos naturais, etc.)[16].

O C*limate Finance* pode ser dividido entre financiamento de mitigação – que lida com investimentos que visam reduzir as emissões globais de carbono – e o financiamento de adaptação – que lida com as consequências das alterações climáticas.

Apesar de serem diferentes e terem de ser consideradas de forma diferenciada, a mitigação afeta a escala das necessidades de adaptação e a adaptação pode ter fortes sinergias, benefícios e compensações para a mitigação. Se os investimentos de mitigação são inadequados para reduzir o aquecimento global (como na última década), a escala de investimentos em adaptação deve aumentar. Por sua vez, se os investimentos em adaptação construírem maior resiliência, podem até moderar os custos de financiamento da mitigação[17].

A conclusão imperativa é que o Acordo de Paris veio a dar ênfase à vertente financeira das alterações climáticas e a consequente importância do setor financeiro na reorientação dos fluxos de capitais e os investimentos para soluções mais sustentáveis[18]. Portanto será exigido que os mercados financeiros se adaptem e realoquem de forma eficiente para alternativas de baixo carbono, apoiando os investimentos necessários em energia renovável, processos de produção eficientes e tecnologias verdes[19].

É a este respeito que a OCDE estimou, em 2018, que seriam necessários cerca de US$7 biliões, por ano e até 2030, para cumprir os objetivos climáticos e de desenvolvimento[20].

Mas o aumento dos fluxos anuais de financiamento climático entre 2017/2018 e 2019/2020 foi de apenas 10% em relação aos períodos anteriores. Esta é uma tendência preocupante, uma vez que, não só, ainda não se conhece o total impacto do COVID-19

[16] COMISSÃO EUROPEIA (2018), *Plano de Ação: Financiar um crescimento sustentável,* COM 97 final, Bruxelas 08.03.2018, 2
[17] IPCC, *Op. Cit.*, Capítulo 15.1.1, 9
[18] COMISSÃO EUROPEIA (2018), *A clean planet for all: a European strategic long-term vision for a prosperous, modern, competitive and climate-neutral society*, COM 773 final, Bruxelas, 28.11.2018, 20
[19] OECD, *ESG Investing and Climate Transition: Market Practices, Issues and Policy Considerations* (2021), 15
[20] BOFFO, Riccardo e PATALANO, Robert, *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*, OECD (2020), 15

no financiamento climático, como também, para cumprir os objetivos climáticos acordados internacionalmente até 2030 e evitar os impactos mais perigosos das alterações climáticas, será necessário um aumento de pelo menos 590% no financiamento climático anual[21].

Em acréscimo, o Acordo de Paris estabeleceu, no seu Art 9º, o objetivo de assistência de financiamento climático dos países em desenvolvimento pelos países desenvolvidos. É uma meta que remonta a 2009, à COP15, em que os países desenvolvidos se comprometeram a um objetivo coletivo de arrecadar pelo menos US$100 mil milhões todos os anos, até 2020, em financiamento climático para apoiar os países em desenvolvimento[22].

Contudo, de acordo com os últimos dados disponíveis, estima-se que US$79,6 mil milhões em financiamento climático foram mobilizados em 2019, um aumento de apenas 2% relativamente a 2018 e ainda US$20 mil milhões abaixo do objetivo acordado[23]. Mais, de acordo com um estudo realizado em 2021 entre 2019/2020, dos US$ 632 mil milhões de financiamento mobilizado no espaço dos 2 anos, 76% permaneceu no país de origem[24].

Relativamente à UE, estima-se que serão necessários investimentos adicionais de €175 a 290 mil milhões por ano (cerca de 1,1 a 1,8% do PIB da UE em 2018) para se alcançar a meta da neutralidade carbónica em 2050[25].

É na urgente necessidade de reorientar os capitais para o investimento sustentável que surge o papel decisivo dos IIs.

1.3 Fatores das alterações climáticas

O desempenho de uma carteira de investimentos e o seu perfil de risco-retorno estão intimamente ligados ao valor de seus ativos subjacentes. Este valor é cada vez mais afetado pelos riscos e oportunidades decorrentes das alterações climáticas e das medidas de adaptação e mitigação que são tomadas para responder a esses efeitos e evitar a sua futura intensificação. De facto, as alterações climáticas, as consequentes

[21] BUCHNER, Barbara, Et al., *Global Ladscape of Climate Finance*, Climate Policy Initiative (2021), 2-3
[22] Compromisso que voltou a ser acordado na COP26, em 2021
[23] OECD, *Climate Finance Provided and Mobilised by Developed Countries: Aggregate trends updated with 2019 Data* (2021), 6
[24] BUCHNER, Barbara, Et al., *Op. Cit.,* 2-3
[25] COMISSÃO EUROPEIA, *A clean planet…, Cit.,* 19

restrições de GEE e as políticas de transição afetam o investimento, devido à sua materialidade financeira nos investimentos.

1.3.1 Riscos das alterações climáticas

Em 2019, foi conduzido um estudo pela *European Corporate Governance Institute*, no qual 48 entrevistados de instituições com mais de US$100 mil milhões em ativos sob gestão consideraram que os riscos das alterações climáticas têm efeitos materialmente relevantes nas suas carteiras de investimento, seja a curto ou a longo prazo[26].

Assim sendo, com a consciência generalizada que o risco das alterações climáticas (ou riscos climáticos) se tornou num risco de investimento e estando os IIs preocupados com a gestão dos riscos das suas carteiras, a definição restrita do risco, adotada até hoje, pode impedi-los que tomem medidas prospetivas com base em riscos futuros[27].

Nesta perspetiva, os riscos climáticos não estão necessariamente refletidos nas métricas padrão de risco estando a sua classificação essencial de ser concretizada. Neste sentido, a *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD) estabeleceu, em 2017, uma definição e categorização estandardizada dos riscos climáticos, que se tornaram no padrão de referência global entre *stakeholders*, nos quais são integrados os IIs[28]. Os riscos climáticos podem ser divididos em duas categorias principais: os riscos físicos e os riscos de transição.

Os riscos físicos são definidos como aqueles que derivam dos impactos físicos das alterações climáticas e podem ser subdivididos entre riscos agudos e riscos crónicos.

Quanto aos riscos físicos agudos, estes derivam da crescente severidade e frequência de eventos climáticos extremos (como ciclones, furacões, incêndios ou inundações). Os riscos físicos crónicos referem-se aos impactos de longo prazo da mudança dos padrões climáticos, como o aumento geral e contínuo das temperaturas que podem resultar no aumento do nível do mar, em ondas de calor crónicas, acidificação dos oceanos ou alterações no nível e frequência das chuvas.

[26] KRUEGER, Philipp, Et. Al., *Op. Cit.*, 13-15
[27] LEATON, Janes, Et. al. *Unburnable Carbon 2013: Wasted capital and stranded assets*, Carbon Tracker Initiative, London School of Economics and Political Science (2013), 5 e 32
[28] TCFD, *Final Report – Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (2017), 5

Os riscos de transição para uma economia de baixo carbono integram os riscos de política e legais, tecnológicos, de mercado e de reputação. Sendo que, de acordo com a CMVM, os riscos ESG, ou seja, os riscos associados às externalidades negativas provindas dos riscos de transição, consistem num dos riscos principais em ter em consideração em 2022 por parte dos investidores[29].

Os riscos de política e legais são consequência da constante evolução dos quadros regulamentares e de política climáticas, principalmente resultantes do Acordo de Paris. Provocam incertezas consideráveis para os IIs na tomada de decisões de investimento, uma vez que os objetivos destas políticas normalmente enquadram-se em uma de duas categorias: ou ações políticas que procuram limitar as atividades que contribuem de forma adversa para as alterações climáticas ou ações políticas que procuram promover medidas de adaptação às alterações climáticas.

Quanto ao crescente risco legal, este é relativo aos potenciais litígios judiciais relacionados com as alterações climáticas. As razões para tais litígios incluem, não só, a falta de transparência e a insuficiência da divulgação dos riscos financeiros climáticos relevantes, como também, a incapacidade das organizações de mitigar os impactos das alterações climáticas e de se adaptarem às mesmas.

Constata-se que, nos últimos anos, tem se visto um aumento dos litígios judiciais relativos às alterações climáticas. A título ilustrativo, em 2017, as Organizações não governamentais dos Países Baixos *Oxfam Novib, Greenpeace Netherlands, BankTrack e Friends of the Earth Netherlands* intentaram uma ação contra o Banco ING, relativo à violação por este das Linhas Diretrizes da OCDE para as Empresas Multinacionais (MNEs).

As MNEs são um instrumento voluntário de responsabilidade corporativa dirigidas, entre as várias instituições consideradas, aos IIs. O objetivo das ONGs era impulsionar o Banco ING – instituição financeira que oferece serviços de banco, seguros e investimentos – a alinhar as suas políticas climáticas com as MNEs, esperando que este alterasse as suas metas de redução de emissões (relativas, nomeadamente, aos seus investimentos) e as suas práticas de divulgação[30].

[29] CMVM, *Op. Cit.*, 76
[30] https://www.oecdwatch.org/complaint/dutch-ngos-vs-ing-bank/

Quanto ao risco tecnológico, este é consequência do impacto, para as organizações, que as inovações tecnológicas, que suportam a transição para um sistema económico de baixo carbono e de eficiência energética, podem ter se estes não tiverem preparados para tal transição.

Nos riscos de mercado, apesar dos mercados poderem ser afetados de diferentes e complexas formas, considera-se a influência das alterações climáticas na procura e a oferta de bens e serviços ou o aumento dos custos de produção. É de considerar, e.g., a procura por produtos classificados mais sustentáveis, a diminuição da oferta de recursos considerados de maior escassez e os *stranded assets* (ativos irrecuperáveis ou improdutivos).

Na sequência de apenas 20% das reservas totais de combustíveis fósseis poderem ser queimados até 2050, num cenário de limite do aumento de 2ºC, surgem os *stranted assets*, que consistem na diminuição da avaliação financeira destas reservas[31]. São, assim, recursos que não são mais capazes de produzir um retorno económico antes do final da sua vida económica ou física devido à transição da economia.

Por último, face ao risco de reputação, dependente do nível de contribuição ou obstáculo à transição para uma economia de baixo carbono, podem ocorrer mudanças significativas na imagem e no prestígio de uma organização.

1.3.2 Oportunidades decorrentes das alterações climáticas

As alterações climáticas também trazem oportunidades de investimento, principalmente nos setores que são concebidos como soluções para um futuro verde e que favorecem o posicionamento, a competitividade e a reputação das respetivas empresas. Tal favorecimento valorizará as carteiras dos IIs que investem neste tipo de empresas. Destacam-se cinco oportunidades para os IIs[32]:

i) Investimento em empresas eficientes em recursos, processos de produção e distribuição (e.g. eficiência energética).

ii) Investimento na transição energética para fontes de energia alternativas/ renováveis, como a energia eólica, solar, hidroelétrica, entre outras.

[31] LEATON, Janes, Et. al., *Op. Cit.*, 4
[32] TCFD, *Op. Cit.*, 6-7

iii) Investimento na área da inovação financeira (produtos e serviços verdes, como as classificações, índices e fundos ESG, as obrigações, depósitos e empréstimos verdes, entre outros). Consequentes oportunidades para os IIs são encontradas ao investir nestes produtos e serviços, como o acesso a novos segmentos de clientes e a capitalização das mudanças nas preferências dos consumidores.

iv) A melhoria do posicionamento competitivo em relação à transição da economia, pela entrada em novos mercados ou a procura por certos tipos de ativos financeiros considerados "verdes", que pode constituir uma fonte de diversificação das atividades dos IIs.

v) A resiliência climática – por parte das sociedades participadas e pelos próprios IIs em relação às suas carteiras –, uma vez que estarão mais preparados para o futuro e para os riscos esperados e menos dependentes de recursos energéticos mais poluentes (e.g. ao investir em áreas de melhoria da resiliência agrícola ou em infraestruturas de prevenção de cheias no setor agrícola).

1.3.3 Impactos Financeiros dos fatores climáticos

Dependendo do tipo de riscos e oportunidades climáticas adjacentes a cada II, tal como a forma como estes riscos são identificados, quantificados e geridos e como as oportunidades são aproveitadas, os impactos financeiros serão diferentes de organização para organização, conforme refletido nas suas demonstrações de resultados, demonstrações de fluxos de caixa e balanços.

A posição financeira atual e futura do II está dependente, primeiramente, da forma como as sociedades participadas têm em consideração os fatores climáticos, sendo que podem ser afetadas nas receitas e despesas – do lado da demonstração de resultados – e nos ativos, passivos, capital e financiamento – do lado do balanço[33].

Se, por um lado, os riscos físicos são relevantes para os IIs, uma vez que são riscos materiais, pelo que têm implicações financeiras, sejam diretamente nos ativos ou

[33] TCFD, *Op. Cit.*, 8-11

indiretamente na alteração de suas operações e na inviabilidade das suas atividades. Por outro lado, se os riscos de transição não forem considerados e geridos devidamente, podem provocar um aumento dos custos operacionais e de litígios ou uma diminuição da competitividade e de receitas pela diminuição da procura por certos bens e serviços, pelas mudanças nas preferências dos consumidores ou pela quebra acentuada da produção de certos ativos (e.g. os combustíveis fósseis).

O aproveitamento das oportunidades climáticas poderá ter efeitos positivos a longo prazo nos retornos para os IIs que investem em certo tipo de empresas, setores ou indústrias que possuem a capacidade de reduzir os seus custos operacionais, ter uma vantagem competitiva e aumentar as suas receitas com a transição da economia.

De facto, globalmente, os benefícios em mudar para um caminho de baixo carbono são estimados em US$26 biliões até 2030. Neste sentido, a escala da oportunidade de investimento é significativa, com retornos proporcionais para os IIs que apoiam a tecnologia e a infraestrutura de um futuro verde. Se é verdade que, nas próximas três décadas, o total de investimentos necessários no setor de energia é de US$3,5 biliões por ano, não é menos verdade que as perspetivas de retorno para os investidores são altas, uma vez que a duplicação dos investimentos nestas áreas pode gerar retornos de US$20 mil milhões por ano[34].

Mais, ignorar os riscos climáticos é um passo insensato por parte dos IIs, uma vez que os seus retornos serão necessariamente prejudicados, como identificam os recentes modelos de precificação de ativos, que destacam os riscos climáticos como um fator de risco de longo prazo com consequências inevitáveis nos retornos dos IIs[35]. Concluiu-se que as alterações climáticas terão de ser necessariamente reconhecidas pelos investidores como uma nova variável dos seus retornos[36].

O setor industrial será o setor mais impactado. Dependendo do cenário climático que se desenrolar, os retornos médios anuais do subsetor de carvão podem cair entre 18% e 74% nas próximas três décadas (destruindo entre 26 % e 138% dos retornos médios anuais). Por outro lado, o subsetor de energias renováveis pode ver os retornos

[34] CARNEY, Mark, *Building a Private Finance System for Net Zero: Priorities for private finance for COP26* (2021)
[35] KRUEGER, Philipp, Et. al., *Op. Cit.*, 1
[36] MERCER, *Investing in a time of Climate Change*, (2015), 7

médios anuais aumentarem entre 6% a 54% nas próximas três décadas (ou entre 4% e 97% no período de 10 anos)[37].

A conclusão a retirar é que, onde os impactos financeiros (ou os retornos) sejam positivos, os IIs devem posicionar as suas carteiras de investimento para aceder a essas oportunidades. Onde os impactos de retorno forem negativos, os investidores terão de posicionar as suas carteiras de forma a minimizar as suas exposições aos riscos.

Em acréscimo, os IIs que estiverem preparados para um cenário de aumento de 2ºC e com as suas carteiras diversificadas, espera-se que não tenham implicações de retornos negativos até 2050, devido ao facto destas estratégias estarem mais preparadas para proteger os retornos de longo prazo[38].

[37] MERCER (2015), *Cit.*, 60
[38] *Idem Ibidem*

CAPÍTULO 2 - MECANISMOS DE INFLUÊNCIA DO INVESTIDOR INSTITUCIONAL NO COMBATE DAS ALTERAÇÕES CLIMÁTICAS

2.1 O *Responsible Investment*

Os IIs são os principais detentores de carteiras de investimento na sociedade contemporânea pelo que, num grau substancial, estabelecem as condições, ritmo, variedade regional e natureza da eventual transição para uma economia de baixo carbono e os seus impactos nas gerações futuras[39].

Neste âmbito, o investimento responsável (RI ou *responsible investment*, em inglês) tem vindo a crescer consistentemente. O RI (ou investimento socialmente responsável, investimento sustentável, investimento ESG, entre outras denominações) tornou-se um modelo líder das Finanças Sustentáveis, sendo considerado como uma forma de financiamento convencional em várias jurisdições da OCDE[40]. Em termos gerais, consiste num tipo de investimento em que se tem em consideração fatores ESG aquando na tomada de decisões de investimento além da vertente do retorno financeiro, incluindo os riscos climáticos no fator Ambiente.

O RI, nas cinco principais economias desenvolvidas, cresceu 15% no período entre 2018 e 2020. Por sua vez, a quantidade de carteiras de investimento que integraram elementos-chave das avaliações ESG excedeu os US$35,3 biliões globalmente em 2020, um aumento de 55% entre 2016 e 2020. Note-se que o RI é dominado pelos IIs (75% dos ativos em comparação com os 25% detidos por investidores de retalho do total de ativos em RI), pelo que a possibilidade de influência destes é bastante maior do que de outros atores no mercado financeiro[41]. Mais, a temática que mais importava para os investidores responsáveis é a relativa às alterações climáticas[42].

O crescimento do RI, distinto dos investimentos tradicionais, ocorreu em consequência das exigências dos próprios investidores, para a adoção de uma perspetiva

[39] CHRISTOPHERS, Brett, *Environmental Beta or How Institutional Investors Think about Climate Change and Fossil Fuel Risk*, Annals of the American Association of Geographers, Vol. 109 nº3 (2019), 755
[40] OECD, *ESG Investing..., Cit.*, 3
[41] GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE, *Global Sustainable Investment Review 2020* (2021), 9-13
[42] MORGAN STANLEY, *Sustainable Signals: Assets Owners See Sustainable as Core to the future of Investing* (2020), 5

mais sustentável, e de outros *stakeholders*, com o propósito de estimular a responsabilidade social nas empresas e até mesmo nas entidades governamentais[43].

Por sua vez, o aumento da consciencialização sobre as alterações climáticas é demonstrado pelo crescente aumento de iniciativas colaborativas lideradas por IIs.

Na dimensão de *soft law*, deve-se mencionar os *Principles for Responsible Investment* (PRI), apoiado pela ONU, que foram desenvolvidos por um grupo internacional dos maiores IIs, em 2005. Em 2021, cresceu para um total de 3836 signatários, dos quais 3404 são investidores (um aumento de 26% relativamente a 2020), representando mais de US$121 biliões em ativos sob gestão. A organização estabelece um conjunto de 6 princípios a serem seguidos pelos seus signatários e tem como principal missão compreender as implicações de investimento de fatores ESG e apoiar a sua rede internacional de investidores signatários na incorporação desses fatores nas suas decisões de investimento, de relatórios e práticas[44].

É importante para a economia do presente caso, analisar, de seguida, o conjunto de mecanismos que estão à disposição do II para investir responsavelmente e considerar os fatores climáticos.

2.1.1 Incorporação dos fatores climáticos no processo de decisão de investimento

As decisões de investimento tomadas agora provavelmente continuarão a ter um grande impacto nas infraestruturas, nas emissões de GEE e na sociedade em 2050 e além[45]. Neste sentido, relativamente à abordagem de considerar problemas de ESG – especificamente os fatores das alterações climáticas - aquando na construção da carteira de investimento (fase de incorporação), inclui-se três mecanismos possíveis: a integração, a triagem e a temática[46].

O mecanismo da integração consiste em incluir de forma explícita e sistemática nas análises e decisões de investimento as questões climáticas, não deixando de lado a maximização dos retornos a médio ou longo prazo. Na integração dos fatores climáticos nas suas estratégias e modelos de gestão de riscos, os IIs terão de (1) identificar os riscos e oportunidades de curto, médio e longo prazo relacionados com o clima para

[43] BOFFO, Riccardo e PATALANO, Robert, *Op. Cit.*, 15
[44] https://www.unpri.org/
[45] SULLIVAN, Rory, *Climate Change: Implications for Investors and Financial Institutions*, UNEP FI, University of Cambridge e IIGCC (2014), 5
[46] PRI, *What is responsible Investment?* (2019)

cada setor, (2) avaliar os seus impactos nos negócios, estratégias e retornos e (3) reforçar a resiliência das estratégias de investimento, estabelecendo prioridades ou metas específicas de redução das emissões de GEE no longo prazo e precificando corretamente os riscos[47].

Assim sendo, os IIs terão de estabelecer uma estratégia de análise de cenários, ou seja, de identificação e avaliação das potenciais consequências resultantes das alterações climáticas, idealmente voltada para o futuro e que considere uma diversidade de suposições (e.g., um cenário de um aumento de temperaturas de 1,5ºC, 2°C ou 3°C), setores e localizações.

No entanto, a incerteza sobre qual o cenário final da temperatura, o nível de intensidade das mudanças regulatórias e sobre a maneira como cada cenário afetará as organizações, juntamente com os desafios consequentes das diferentes abordagens, modelos ou métricas existentes e a falta de consenso sobre a definição de uma carteira alinhada com o Acordo de Paris, tornam as probabilidades de ocorrência de cenários difíceis de avaliar e especialmente caro para os IIs a recolha dos dados necessários, uma vez que os riscos variam muito entre os diferentes cenários[48].

Não é de admirar, dadas as dificuldades, que os modelos que estão a ser usados atualmente para o possível cálculo dos riscos climáticos – como os modelos da Mercer ou o *Carbon Tracker* – continuem a ser um conjunto relativamente pequeno e produzam resultados com alguns vícios[49].

Neste sentido, na tentativa de ultrapassar os desafios de falta de dados e métricas consistentes, algumas iniciativas privadas e voluntárias têm surgido, como a *Paris Aligned Investment Initative* (PAII), para analisar como os IIs podem alinhar as suas carteiras aos objetivos do Acordo de Paris. A PAII tem, entre muitos, os seguintes objetivos: a transição dos investimentos dos seus signatários, com o objetivo de atingir as emissões líquidas de GEE até 2050, ou antes, tanto das suas carteiras de investimento como da economia em geral; e estabelecer metas provisórias até 2030, ou antes, para descarbonizar as carteiras de investimento e investir em soluções climáticas,

[47] TCFD, *Op. Cit.*,14
[48] ANG, Geraldine e COPELAND, Hannah, *Integrating Climate Change-related Factors in Institutional Investment*, OECD (2018), 17-21
[49] CHRISTOPHERS, Brett, *Op. Cit.*, 769

consistentes com as metas de redução de 50% nas emissões globais estabelecidas no relatório especial do IPCC sobre o limitar o aquecimento global de 1,5°C[50].

Na estratégia da triagem, o II exclui indústrias ou empresas que contrariem os princípios ESG (triagem negativa ou *negative screening*) ou inclui as "*best in class*", ou seja, empresas que cumprem com os critérios climáticos predefinidos pelo II em causa (e.g., as emissões de GEE) (triagem positiva ou *positive screening*). Esta estratégia forçará, pelo menos, as empresas afetadas pela triagem a publicar relatórios não financeiros mais transparentes. No cenário mais otimista, para evitar encontrarem-se nas listas de exclusão dos IIs, as empresas podem abandonar, progressivamente, as suas operações menos verdes[51].

Por último, a abordagem da temática procura combinar perfis atrativos de risco-retorno com a intenção de contribuir para um resultado ambiental ou social específico (e.g., investimentos em que a "temática" consiste no foco em ativos de baixo carbono ou resilientes ao clima, contribuindo para o aumento da exposição das suas carteiras à transição de baixo carbono).

Todas as abordagens têm em comum o facto de resultarem numa alocação de capital nas carteiras de investimento diferentes da carteira de mercado. Por meio deste desvio, os IIs podem criar incentivos para que empresas, que não cumpram os critérios definidos, introduzam reformas nas suas organizações, desencadeando mudanças nas práticas ESG.

Existem algumas evidências de que as abordagens afetam os preços dos ativos no mercado de ações e obrigações e nos mercados de capital de risco e de *private equity*. Permanece, no entanto, a incerteza sobre a intensidade da afetação dos preços dos ativos consequentes das mudanças "exigidas" pelos IIs[52].

Em 2020, as principais estratégias a nível global de RI foram a integração de critérios ESG, que juntos somaram US$25,2 biliões em ativos sob gestão, seguido da triagem negativa (US$15,9 biliões)[53].

[50] GFANZ, *Op. Cit.*, 23
[51] IPCC, *Climate Change 2022: Impacts, Adaptation and Vulnerability* (2022), Capítulo 18.4.2.2.1, 70
[52] KÖLBEL, Julian F., Et. al., *Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact, Organization & Environment* (2020), Vol. 33 nº4, 561-562
[53] GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE, *Op. Cit.*, 10-11

2.1.1.1 O desinvestimento

À medida que os valores e as expectativas sociais mudam, ou o entendimento científico se desenvolve, os IIs podem optar por desinvestir ou excluir-se (triagem de exclusão) de certos setores que sejam incompatíveis com a transição da economia. É o caso do desinvestimento em ativos intensivos em carbono, como os combustíveis fósseis (petróleo, gás e carvão). O desinvestimento consiste, assim, na ação ou processo de alienação das participações sociais ou negócios subsidiários motivados pelos riscos das alterações climáticas[54].

A influência dos IIs é evidente nesta estratégia uma vez que estes são dos principais acionistas em empresas de combustíveis fósseis que, por sua vez, são dos principais responsáveis pelas emissões globais de GEE.

Contudo, para que os IIs racionais reduzam a participação em setores poluentes, precisam de acreditar que esse setor está supervalorizado e que há melhor valor – e ampla capacidade de lidar com o volume de investimento pretendido – noutro (como a das energias renováveis)[55]. Assim, numa perspetiva legal, o desinvestimento apenas é permitido se não afetar a possibilidade de conseguir retornos possivelmente maiores e se tiverem o consentimento dos beneficiários.

Numa perspetiva prática, os IIs são limitados na sua capacidade de reduzir a exposição das suas carteiras de investimento às emissões de GEE e de comprar ações neutras em carbono, uma vez que os gastos e as participações sociais de empresas de combustíveis fósseis têm características diferentes dos investimentos em energias renováveis. Para além de que os IIs podem encontrar desafios se quiserem alienar estas ações e reinvestir em ações consideradas sustentáveis, uma vez que é preciso que haja mudanças fundamentais nas políticas e expectativas de investimento. Mais, é provável que haja uma oferta limitada de ativos "verdes" para substituir os combustíveis fósseis[56].

[54] ANG, Geraldine e COPELAND, Hannah, *Op. Cit.*, 18
[55] CHRISTOPHERS, Brett, *Op. Cit.*, 754-765
[56] RITCHIE, Justin e DOWLATABADI, Hadi, *Divest from the Carbon Bubble? Reviewing the Implications and Limitations of Fossil Fuel Divestment for Institutional Investors*, Review of Economics & Finance (2015)

Por outro lado, o desinvestimento pode não impactar negativamente o desempenho das carteiras de investimento[57]. Aliás, tem-se observado um número crescente de ativos sob gestão de certos tipos de combustíveis fósseis excluídos ou desinvestidos pelos IIs, aumentando de US$ 2,6 biliões para US$ 5,4 biliões entre 2015 e 2017[58]. BRAUNGARDT (2019), identificou que o desinvestimento conduz a impactos positivos amplos, que incluem[59]:

1) a sua capacidade de estimular a ação climática como um imperativo moral;

2) a estigmatização e redução do poder sobre a política do *lobby* das empresas de combustíveis fósseis para receber condições favoráveis (como subsídios indiretos ou o adiamento da implementação da regulação climática);

3) o potencial da abordagem para mitigar os riscos financeiros climáticos (e.g. risco dos *stranded assets*);

4) o potencial incentivo no reinvestimento em tecnologias de baixo carbono; e

5) a emergente responsabilidade legal dos IIs para lidar com os riscos climáticos.

Note-se que algumas seguradoras e fundos de pensão já estão a excluir das suas carteiras os combustíveis fósseis, uma vez que tem havido um aumento da pressão pública para o progressivo desinvestimento nestes ativos (risco de reputação)[60].

2.1.1.2 Investimento em Produtos financeiros verdes: as *Green Bonds*

No investimento temático em ativos de baixo carbono e resilientes ao clima, há um número crescente de produtos financeiros verdes disponíveis para canalizar o investimento institucional, incluindo as obrigações verdes (*green bonds*).

Estamos diante uma clássica obrigação, ou seja, de valores mobiliários representativos de dívida que traduzem um direito de crédito sobre a organização

[57] IPCC, *Climate Change 2022: Mitigation… Cit.*, Capítulo 15.6.6, 77
[58] PRI, *Screening* (2019)
[59] BRAUNGARDT, Sibylle, Et. al., *Fossil fuel divestment and climate change: Reviewing contested arguments*, Energy Research & Social Science 50 (2019), 192-194
[60] ZIMMERMMANN, Michel, Et. al., *Focus: Measuring Climate-related risks in Investment Portfolio*, Swiss Sustainable Finance (2019), 3

emitente, pelo que oferecem a vantagem de já serem uma classe de ativos bem estabelecida nas carteiras de investimento dos IIs.

A única particularidade é o facto de o produto da emissão da *green bond* destinar-se a ser usado em projetos, ativos ou atividades económicas de baixo carbono (como a eficiência energética ou as energias renováveis). Assim sendo, a *green bond* incorpora, do lado da entidade emitente – como empresas, bancos ou organizações governamentais – o direito a receber os fundos do II (o titular), bem como a obrigação sinalagmática de restituir tal montante no prazo acordado, acrescido dos juros acordados[61].

A OCDE considera a *green bond*, como um instrumento financeiro de dívida crucial para financiar a transição verde[62]. Em 2020, as *green bonds* emitidas ultrapassaram os US$290 mil milhões, com um total de US$1,1 bilião de obrigações em circulação. O foco dos emitentes foi, principalmente, a mitigação dos GEE em projetos de energia, edifícios e transportes. Apesar do recente crescimento e diversificação, a emissão das *green bonds* constitui apenas 1% da emissão global do mercado das obrigações[63].

A green bond não deixa de incentivar os emissores a aumentar as suas ambições e a fortalecer as suas capacidades na resposta aos riscos climáticos, embora o seu impacto mensurável na reorientação do capital para o RI ainda seja questionável[64].

Mais, no caso de a transição ser desordenada e envolver mudanças repentinas na coordenação de políticas, os produtos adaptados ao clima, como as *green bonds*, podem, na teoria, ajudar os mercados a gerir as exposições e absorver perdas em ativos intensivos em carbono e redirecionar os investimentos para as partes do mercado que contribuem de forma eficiente para a transição[65]. São uma forma de incentivo à mitigação dos impactos das alterações climáticas por meio de um instrumento bem compreendido e padronizado.

---

[61] GIÃO, João Sousa, "Green Bonds" in Paulo Câmara (coord.), *O novo direito dos valores mobiliários, I Congresso Sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros*, Almedina (2017), 312-313
[62] OECD, *Mobilising Bond Markets for a Low-Carbon Transition*, Green Finance and Investment (2017)
[63] HARRISON, Caroline e MUETHING, Lea, *Sustainable Global State of the Market 2020*, Climate Bonds Initiative (2021)
[64] IPCC, *Climate Change 2022: Mitigation… Cit.*, Capítulo 15.6.6, 50 e 75
[65] OECD*, ESG Investing…, Cit.,* 20

Neste sentido, a Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo às obrigações verdes europeias, de 6 de julho de 2021, concebida em articulação com o Regulamento Taxonomia, é um quadro voluntário de harmonização, que desenvolve padrões de transparência importantes na transição mais ordenada da economia que incentiva os IIs a avaliar, comparar e confiar mais facilmente que os seus investimentos são sustentáveis, reduzindo assim os riscos representados pelo *greenwashing* (O risco de um produto reportar que tem determinadas características ESG, quando na realidade tal não se verifica. Este risco designa, portanto, uma prática de obtenção de vantagem concorrencial desleal ao reportar que o produto financeiro é ecológico, quando não o é na realidade).

2.1.2 O ativismo acionista e os incentivos às sociedades participadas

2.1.2.1 A visão de curto prazo do Investidor Institucional

Tanto a nível internacional, como em Portugal, a realidade da estrutura acionista tem vindo, nos últimos anos, a ser composta na sua maioria por IIs.

A estratégia típica dos IIs é não ter participações significativas nas sociedades em que investem, preferindo dispersar o seu investimento[66]. Daí a visão de curto prazo do sócio investidor (*short-termism)*, que está maioritariamente preocupado com a rentabilidade dos seus investimentos, seja por via da distribuição dos dividendos, seja pela valorização das suas participações sociais. Nesta perspetiva, os IIs tenderão a eleger um administrador e exercer subsequentemente uma pressão sobre este para que prossiga políticas com fins financeiros de curto prazo.[67]

Especificando o problema do s*hort-termism* às alterações climáticas percebemos que, em grande medida, a visão convencional sobre horizontes de investimento – e, por extensão, a provável incapacidade ou falta de vontade dos IIs de integrar adequadamente as alterações climáticas nas suas decisões, de promover políticas que beneficiem a empresa no longo prazo e de monitoriza o desempenho da administração na prossecução de medidas sustentáveis – é verdadeira. Como identifica PAULO

[66] MAIA, Pedro, *Voto e Corporate Governance – Um novo paradigma para a sociedade anónima*, Almedina (2020), 784
[67] QUIMBY, Alexander P., *Addressing Corporate Short-Termism Through Loyalty Shares*, Florida State University Law Review, Vol. 40 nº2 (2013), 395

CÂMARA (2019) "as ações são encaradas unicamente como produto de investimento com horizonte temporal curto e não como um instrumento de intervenção acionista"[68].

Contudo, se o curto prazo dos IIs permanecer, podemos esperar que a continue a instabilidade continue a ser uma característica dos mercados financeiros no futuro, parecendo particularmente problemático por o fenómeno das alterações climáticas ser especialmente estimulador da volatilidade, dado que os efeitos prováveis se estendem em décadas, ou mesmo séculos, em vez de anos[69].

Aliás, mesmo que os IIs pretendam manter as ações num espaço curto de tempo, os riscos climáticos podem afetar potencialmente, nesse mesmo prazo, a lucratividade das empresas e a avaliação do mercado de produtos como os combustíveis fósseis. Assim, tem havido um impulso crescente para que os investidores deixem de lado as perspetivas de riscos e retornos de curto prazo, de modo a refletir melhor a sustentabilidade no desempenho do investimento[70].

2.1.2.2 O conceito de S*tewardship*

Pelo facto de os IIs, mesmo estando preocupados em investir responsavelmente, não tenham a garantia que os seus investimentos estejam a ser aplicados segundo os interesses[71], são necessários mecanismos que resolvam ou reduzam os problemas da visão de curto prazo e conduzam à tomada de decisões eficientes de acordo com os seus objetivos (em específico os relacionados com os objetivos climáticos dos IIs). É, neste sentido, que podemos apontar novas práticas de governo de sociedades, especificamente o ativismo acionista, para contribuir positivamente na tomada de medidas estratégicas necessárias para melhorar o desempenho sustentável e as práticas de gestão dos riscos climáticos dentro da sociedade.

O ativismo acionista (*Stewardship ou Shareholder activism*, em inglês) e o envolvimento contínuo nas sociedades investidas (*Shareholder engagement*, em inglês) são estratégias pelas quais o II usa a sua participação social na sociedade que compõe a sua carteira de investimento para influenciar as tomadas de decisão e a gestão de riscos

[68] CÂMARA, Paulo, "Governação Societária e Influência Acionista: Sinais de Mudança", in *Acionistas e Governação das Sociedades*, Almedina (2019), 24
[69] CHRISTOPHERS, Brett, *Op. Cit.*, 766
[70] BOFFO, Riccardo e PATALANO, Robert, *Op. Cit.*, 7
[71] SHLEIFER, Andrei e VISHNY, Robert W., *A Survey of Corporate Governance*, The Journal of Finance, Vol. 52 nº2 (1997), 740-741

climáticos, seja pelo exercício do voto, participação em assembleia geral, apresentação de proposta, introdução de pontos na ordem do dia ou a negociação – pouco institucional – com os administradores e a fiscalização.

Em 2020, o ativismo acionista consistia na terceira estratégia de RI mais utilizada globalmente (US$ 10,5 biliões)[72]. De acordo com KÖLBEL (2020) e ALVES (2005), existem fortes evidências de que o *shareholder engagement* é um mecanismo eficaz através do qual os IIs podem desencadear reformas que melhorem a qualidade das atividades da empresa, diminuam os custos de agência e salvaguardem os interesses dos acionistas[73][74].

A transparência das empresas em relação à sustentabilidade constitui uma condição prévia para permitir que os IIs avaliem adequadamente como essas empresas criam valor a longo prazo e a forma como estas gerem os riscos climáticos. Assim, o envolvimento nas sociedades participadas pode consistir no incentivo às divulgações climáticas, com o objetivo de melhorar a disponibilidade de dados e a capacidade dos IIs de avaliar os riscos climáticos[75].

Contudo, as divulgações inconsistentes de fatores de sustentabilidade, estando no centro do processo de decisão de investimento de muitos IIs, dificultam a utilização das informações nas avaliações de investimento. Para além das entidades em que a natureza dos relatórios permanece voluntária, mesmo relativamente às entidades que estão obrigadas a divulgar informação não financeira (como as entidades de grande dimensão com valores mobiliários admitidos à negociação: artigo 66º-B, CSC) não existe um padrão de divulgação nas definições, métricas e outros padrões, o que leva à inconsistência na disponibilidade de dados e à dificuldade na perceção e compreensão dos dados existentes.

Para este efeito, os IIs podem incentivar a utilização pelas empresas das recomendações do TCFD sobre divulgações relacionadas com o clima, criando uma linguagem comum ao fornecer a mesma estrutura a ser utilizada pelas sociedades e pelos IIs. As recomendações do TCFD ao estarem estruturadas em quatro áreas temáticas – governo das sociedades, estratégia, gestão de risco e métricas e metas – são

[72] GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE, *Op. Cit.,* 10-11
[73] KÖLBEL, Julian F., Et. al., *Op. Cit.,*10
[74] ALVES, Carlos Francisco, *Os Investidores Institucionais e o Governo das Sociedades: Disponibilidade, Condicionantes e Implicações*, Almedina (2005), 75
[75] ANG, Geraldine e COPELAND, Hannah, *Op. Cit.,* 16 e 19

uma referência útil para a integração de fatores climáticos no investimento institucional, na medida em que estas temáticas representam elementos centrais de como as organizações operam[76]. É uma iniciativa que é acolhida favoravelmente e encorajada pela CE[77].

À medida que isso ocorre, a compreensão das organizações e IIs sobre as potenciais implicações financeiras associadas aos riscos de transição e físicos, aumentará, as informações tornar-se-ão mais úteis para a tomada de decisões e os riscos e oportunidades serão precificados com mais precisão, permitindo a alocação mais eficiente de capital.

Mais, recentes estudos têm demonstrado que o ativismo institucional, não só, está positivamente relacionado com a atuação dos fatores ambientais (e sociais) das empresas, como também, provocam benefícios substanciais para os IIs, especialmente quando o ativismo está relacionado com os fatores das alterações climáticas[78]. Deste modo, o ativismo acionista tem efeitos reais no desempenho ambiental das empresas visadas e, consequentemente, tem efeitos nas reduções das emissões globais de GEE[79].

Concluindo, o ativismo acionista é relevante na medida em que os IIs são acionistas – com interesses definidos, meios à sua disposição e conhecimentos sofisticados[80] – nas maiores empresas de emissões de GEE. Se, por um lado, não haverá soluções para as alterações climáticas sem a liderança das empresas, por outro lado, não haverá atuação das empresas sem, primeiramente, a liderança dos IIs. Para promover os interesses climáticos de longo prazo da sociedade, os IIs são chamados a desenvolver uma política de envolvimento nas suas estratégias de investimento, integrando as estratégias de acompanhamento das sociedades participadas e de exercício do direito de voto.

---

[76] I*dem Ibidem*
[77] COMISSÃO EUROPEIA, *Plano de Ação … Cit.*, 4
[78] HOEPNER, Andreas G. F. Et. Al., *ESG Shareholder Engagement and Downside Risk*, ECGI – Finance Working Paper No. 671/2020 (2021)
[79] NAARAAYANAN, S.L. Sachdeva, Et. al., *The real effects of environmental activist investing*, ECGI – Finance Working Paper nº743/2021 (2021)
[80] ALVES, Carlos Francisco, *Op. Cit.*, 51

2.1.3 O envolvimento no processo de criação de políticas climáticas

Apesar do impulso inicial do Acordo de Paris, para muitos IIs, o sinal da política parece não ser forte o suficiente para induzi-los a alinhar suas carteiras de investimentos às metas climáticas[81].

O futuro depende de medidas concretas tomadas agora para garantir a subsistência das gerações futuras e a prosperidade contínua de nossos mercados financeiros. Para que as estruturas políticas corretas e necessárias estejam em vigor, desbloqueando oportunidades de investimento e aumentando o fluxo de financiamento de baixo carbono, os decisores políticos precisam do apoio ativo da comunidade de investimento[82].

A título exemplificativo da pressão que pode ser criada pelos IIs, em 2009 o Investidor holandês PGGM teve várias discussões com o Parlamento Europeu sobre o papel que os IIs poderiam desempenhar na mitigação das alterações climáticas[83]. Em consequência, o PGGM conseguiu adicionar à Resolução do Parlamento Europeu um ponto que se traduziu no reconhecimento público pelo Parlamento do papel que os investidores poderiam desempenhar nas circunstâncias certas.

Neste sentido, a Resolução do Parlamento Europeu, de 11 de março de 2009, salienta que os "objetivos vinculativos deveriam permitir aos investidores avaliar melhor os riscos e oportunidades associados às alterações climáticas e envolvê-los em projetos que preencheriam tanto objetivos de atenuação como de adaptação; salienta ainda a necessidade de clarificar o papel do capital privado nos investimentos necessários para atingir esses objetivos"[84].

Hoje, algumas iniciativas de IIs têm surgido com o objetivo de interagirem com as estruturas políticas e regulatórias: como o IIGCC *(Institutional Investors Group on Climate Change).* É um organismo europeu de colaboração entre IIs sobre as alterações climáticas, criado em 2001, que tem mais de 375 membros, em 23 países, com mais de €51 biliões em ativos sob gestão. O Grupo procura, entre os vários objetivos, envolver-se ativamente no desenvolvimento de políticas financeiras e climáticas de relevância

[81] IPCC*, Climate Change 2022: Mitigation… Cit.*, Capítulo 15.2.1, 11.
[82] MACKENZIE, Craig e ASCUI, Francisco, *Investor leadership on climate change – An analysis of the investment community's role on climate change, and snapshot of recent investor activity*, United Nations Global Compact (2009), 10-11
[83] MACKENZIE, Craig e ASCUI, Francisco, Op. Cit., 33
[84] https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-6-2009-0121_PT.html

direta para as carteiras de investimento dos seus membros e para transição para uma economia de baixo carbono, ao nível global, da UE e nacional (em toda a Europa)[85]. Está em estreita colaboração com a UNFCCC, a CE e a OCDE.

A iniciativa do IGCC "2021 *Global Investor Statement to Governments on the Climate Crisis",* composta por 733 investidores com US$52 biliões em ativos sob gestão, consiste numa declaração onde os IIs pedem aos governos para intensificar as suas ambições climáticas e implementar políticas significativas, por meio de cinco ações prioritárias, incluindo a divulgação obrigatória de riscos climáticos, compromissos nacionais fortalecidos, eliminar os subsídios aos combustíveis fósseis e eliminar gradualmente o carvão térmico[86].

A colaboração entre IIs demonstra uma "voz unida" e permite que as tarefas de responsabilidade, conhecimentos e habilidades sejam partilhadas entre investidores, aumentando o seu poder e a legitimidade. Agora, o passo essencial é que os objetivos e princípios acordados na declaração dos IIs se traduzam em concretas implementações e sugestões de negociação nas COPs futuras. Neste âmbito, os IIs terão de expressar de forma decisiva quais as prioridades políticas a elencar no âmbito do RI[87].

Relativamente ao quadro jurídico ao abrigo da atual legislação da UE, apesar de não haver uma obrigação expressa sobre o envolvimento dos IIs no desenvolvimento de políticas climáticas, parece existir flexibilidade para tal ação. No entanto, os IIs precisariam de se certificar que o seu envolvimento é compatível com seus deveres legais e não conflita, em particular, com os deveres fiduciários perante os seus beneficiários[88].

[85] https://www.iigcc.org/
[86] https://theinvestoragenda.org/focus-areas/policy-advocacy-2021-gis/
[87] SULLIVAN, Rory, Et. al., *Policy Frameworks for Long-term Responsible Investment: The Case for Investor Engagement in Public Policy*, PRI (2014), 9 e 19
[88] FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, *A legal framework for impact - sustainability impact in investor decision making, report commissioned* (2021), 296

CAPÍTULO 3 - OS DEVERES JURÍDICOS CLIMÁTICOS DO INVESTIDOR INSTITUCIONAL

3.1 Delimitação das iniciativas legislativas da União Europeia relacionadas com as estratégias de *Responsible Investment*

É necessário o reconhecimento da dupla materialidade dos riscos climáticos – que não só as alterações climáticas afetam os investimentos dos IIs, mas também que os seus investimentos têm impacto no clima[89]. Gerir os riscos financeiros climáticos não equivale necessariamente a reduzir o seu impacto ambiental, pelo que os IIs precisam de assumir a responsabilidade se quiserem garantir que os mercados de capitais respondem eficientemente[90].

Por sua vez, desde 2018 que a CE tem vindo a desenvolver, no campo das finanças sustentáveis, o Plano de Ação para Financiar o Desenvolvimento Sustentável[91], no quadro do Pacto Ecológico Europeu. É baseado nas recomendações do relatório final do Grupo de Peritos de Alto Nível, nomeado pela CE em 2016. O relatório de 31 de janeiro de 2018, estabeleceu uma visão global quanto à forma de desenvolver as estratégias necessárias para o financiamento sustentável na UE, que está ligado a dois imperativos: "1) aumentar o contributo do setor financeiro para o crescimento sustentável e inclusivo através do financiamento às necessidades sociais a longo prazo; 2) reforçar a estabilidade financeira através da incorporação dos fatores ESG no processo de tomada das decisões de investimento"[92].

Um dos seus objetivos mais importantes foi, primeiramente, o estabelecimento da Taxonomia. De acordo com BEN CALDECOTT, diretor fundador do *Oxford Sustainable Finance Group*, apesar das estruturas de *soft law*, como a TCFD, serem um passo na direção certa, não são suficientes, uma vez que os IIs precisam de uma abordagem científica mais significativa nas suas análises, baseada em dados detalhados das emissões[93]. Assim sendo, por forma a que os IIs possam adotar decisões de investimento responsáveis, o Plano visou estabelecer um sistema comum de classificação das atividades económicas sustentáveis e com um impacto climático positivo: a Taxonomia.

---

[89] GLADMAN, Kimberly, Et. Al., *Climate risk: An Investor resource guide*, PRI (2022), 7
[90] MACKENZIE, Craig e ASCUI, Francisco, *Op. Cit.*, 8
[91] Objetivos principais: a reorientação dos fluxos de capital para investimentos sustentáveis; a gestão dos riscos financeiros climáticos, ambientais e sociais; e a promoção da transparência e a visão de longo prazo nas atividades económico-financeiras
[92] COMISSÃO EUROPEIA, *Plano de Ação … Cit.*, 1-2
[93] EY, *Climate Change: The investment perspective* (2016), 9

O Regulamento (UE) 2020/852 do Parlamento Europeu e do Conselho de 18 de junho de 2020, relativo ao estabelecimento de um regime para a promoção do investimento sustentável, que altera o Regulamento (UE) 2019/2088), é uma ferramenta de harmonização relevante para os IIs, uma vez que a transferência dos fluxos de capitais para atividades económicas consideradas sustentáveis deve, em primeira linha, basear-se num entendimento consensual do que se considera «sustentável». É, assim, uma forma de ultrapassar possíveis barreiras na consideração dos fatores climáticos nas decisões de investimento, ao clarificar sobre as informações complexas e, muitas vezes, com grave défice de qualidade encontradas que, por razões de excessivos custos e falta de competência para conhecer e integrar estes fatores, provocavam a sua não inclusão pelos IIs. Os deveres, no que respeita os objetivos de mitigação e adaptação às alterações climáticas, são aplicados desde 1 de janeiro de 2022.

O Plano de Ação de 2018 preconizou dez ações do qual surgiram, designadamente, um conjunto de deveres jurídicos para os IIs relativos às finanças sustentáveis, que vão de acordo com as estratégias de RI. São deveres que podem contribuir para ultrapassar as barreiras da visão tradicionalista de curto prazo e de apenas existir um compromisso do II em maximizar o seu retorno (e não da integração dos fatores climáticos nas decisões de investimento). Mais, são deveres que podem criar expectativas de que os IIs desempenharão um papel de "ativistas" no combate das alterações climáticas, colocando o ónus nestes agentes, seja para o incentivo à transparência das divulgações climáticas, seja para o incentivo das empresas investidas para mitigar o seu impacto negativo no ambiente[94].

Quando analisamos o mais recente quadro legal em Portugal, a Lei de Bases do Clima (Lei nº 98/2021, de 31 de dezembro) procura, entre os vários objetivos, estabelecer a consideração do impacto das alterações climáticas nas decisões de investimento pelo mercado financeiro e os seus agentes. Exige, para tal, que as entidades privadas, no âmbito da sua política financeira, (i) conheçam e contribuam para os objetivos da política climática (ii) reconheçam os riscos e impactos climáticos das suas decisões de financiamento, (iii) divulgam de forma transparente os impactos das suas decisões de gestão e investimento no clima (iv) incorporem os riscos climáticos nas suas avaliações dos ativos e passivos, de acordo com o princípio da responsabilização e

[94] KELLY, Tom Giles, *Institutional investors as environmental activists,* Journal of Corporate Law Studies, Vol. 21 nº2 (2021)

prudência e (v) que os fundos públicos desinvistam, progressivamente, em atividades que não são consideradas ambientalmente sustentáveis (Art. 34º).

Veremos que os deveres jurídicos que comprometem os IIs se podem integrar em 3 grupos: (i) o ativismo acionista; (ii) a divulgação climática e (iii) a gestão e integração dos riscos climáticos nas decisões de investimento.

3.1.1 O Ativismo acionista

A Diretiva (UE) 2017/828 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de maio de 2017 (Diretiva dos Acionistas II), que veio a alterar a Diretiva 2007/36/CE, não deixando de ter em consideração os interesses dos IIs, explicita a importância do ativismo acionista, da visão de longo prazo e da transparência sobre a abordagem dos IIs (e dos gestores de ativos) em matéria de envolvimento dos acionistas.

De acordo com o Considerando 14 da Diretiva, pelo facto de os IIs serem frequentemente acionistas importantes das Sociedades Cotadas na UE[95], o seu envolvimento efetivo e sustentável é um dos pilares do modelo de governo destas sociedades, pelo que podem desempenhar um papel fulcral no incentivo de melhorar o desempenho não financeiro da empresa, incluindo no que respeita aos fatores ESG, "tal como referido (…) nos Princípios para o Investimento Responsável promovidos pelas Nações Unidas". Já a CMVM, em 1999, de acordo com o ponto 10 das "Recomendações da CMVM sobre o Governo de Sociedades Cotadas", identificou que os IIs "devem tomar em consideração as suas responsabilidades quanto a uma utilização diligente, eficiente e crítica dos direitos inerentes aos valores mobiliários de que sejam titulares ou cuja gestão se lhes encontre confiada (…) nomeadamente quanto aos direitos de informação e de voto".

Na transposição da Diretiva para o ordenamento jurídico português pela Lei nº 50/2020, de 25 de agosto, é imposto um dever de adoção e divulgação da política de envolvimento por parte dos IIs[96], onde se inclui o acompanhamento das sociedades participadas no que se refere a questões relevantes, incluindo o impacto dos fatores ESG

[95] O governo das sociedades está essencialmente associado às Sociedades Anónimas, aquelas em que os problemas de agência se manifestam com maior intensidade (OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Governo das Sociedades*, Almedina (2018), 30)

[96] Os IIs são as empresas de seguros e resseguros e os fundos de pensões sujeitas a lei pessoal portuguesa (Art. 26º-H, alínea a), CVM)

(e fatores climáticos), o diálogo com as sociedades participadas e o exercício do direito de voto (Art. 26º-I, nº1, alínea a) a c), CVM).

Complementando a política de envolvimento, e com o objetivo de fomentar uma abordagem de longo prazo dos investimentos, de acordo com o Art. 26º-J, CVM, é agora exigido a divulgação anual ao público dos principais elementos das estratégias de investimento dos IIs e alguns elementos dos acordos celebrados com os gestores de ativos, com o objetivo de compreender a coerência das estratégias com o seu plano de negócios, isto é, com a duração dos seus passivos (nomeadamente os passivos de longo prazo) e a contribuição das estratégias para o desempenho de médio e longo prazo do seus ativos.

Apesar de ser certo que da lei decorre o incentivo de um menor absentismo societário e uma maior transparência na elaboração da política de envolvimento e estratégias de RI, o não cumprimento exige apenas uma justificação clara e fundamentada sobre os motivos pelos quais os IIs não cumprem um ou mais requisitos (Art. 26º-L, nº4, CVM). Contudo, a abordagem de "*comply or explain*" dá liberdade para moldar as metodologias e processos em torno da contribuição dos IIs para a transição da economia, ao mesmo tempo que permite esclarecer as suas responsabilidades quanto às alterações climáticas[97].

3.1.2 O dever de divulgar informações relacionadas com as alterações climáticas e da gestão dos riscos climáticos

A Diretiva da Informação Não Financeira ou NFRD (Diretiva (UE) 2014/95 do Parlamento Europeu e do Conselho de 22 de outubro de 2014, que altera a Diretiva (UE) 2013/34)), transposta entre nós pelo DL nº 89/2017, de 28 julho, obriga as grandes empresas de interesse público (que inclui os IIs)[98] a prestar informação anual sobre questões ambientais, através dos Arts. 66º-B e 508º-G CSC.

Nomeadamente, devem incluir uma descrição das políticas seguidas em relação às questões ESG, dos processos de diligência aplicados e dos resultados dessas políticas

[97] COMISSÃO EUROPEIA (2018), *Feedback Statement: Public Consultation on Institutional Investors' and Asset Managers' Duties regarding Sustainability*, 24.05.2018, 23

[98] Ao abrigo do Regulamento da Taxonomia, completado pelo Regulamento Delegado (UE) 2021/2178 da Comissão de 6 de julho de 2021, as "Empresa financeiras" sujeitas às obrigações de divulgação estabelecidas em questão podem ser, nomeadamente, as instituições de crédito, as empresas de investimento e as empresas de seguro e de resseguros

(Art. 66º-B, nº2, alínea b) e c) CSC). Neste sentido, os IIs podem divulgar informações pertinentes relativas à forma como identificam, avaliam e gerem os riscos climáticos.

Em 2019, a CE lançou um conjunto de Orientações quanto à comunicação de informações climáticas, contendo, no Anexo I, orientações específicas para as instituições de crédito e para as empresas de seguros, de acordo com as quais estas entidades devem analisar as recomendações na perspetiva específica das suas atividades empresariais (como as atividades de investimento ou de gestão de riscos). Uma vez que estes IIs são simultaneamente fornecedores e utilizadores das informações climáticas, podem agravar os riscos climáticos se os seus investimentos e as suas políticas apoiarem atividades especialmente poluidoras ou, no sentido contrário, podem promover e aumentar a sensibilização para a transição, se integrarem nas suas políticas e procedimentos uma avaliação do potencial impacto dos seus investimentos nas alterações climáticas.

Assim, entre as recomendações específicas sobre as estratégias de investimento a promover, integra-se: a forma como a avaliação dos riscos e das oportunidades climáticas são integradas nas estratégias de investimento e como, por sua vez, estas estratégias podem ser afetadas pela transição da economia; a forma como promovem uma melhor divulgação e práticas relacionadas com os riscos climáticos; a divulgação de eventuais carteiras de investimento que contribuam para a atenuação e adaptação às alterações climáticas; a forma como as questões relacionadas com clima são consideradas fatores que geram valor nos processos de tomada de decisões de investimento; entre outros[99].

Mais, de acordo com estas Orientações, pode-se estender a sua aplicação aos fundos de pensões, uma vez que, não sendo abrangidas pela Diretiva em questão, estes "poderão considerar úteis algumas das divulgações propostas no presente anexo"[100]. Contudo, por serem Orientações não vinculativas, estas não melhoraram suficientemente a qualidade das informações divulgadas ao abrigo da NFRD.

O quadro normativo da NFRD encontra-se atualmente a ser modificado através da Proposta da Diretiva relativa à comunicação de informações sobre a sustentabilidade

[99] COMISSÃO EUROPEIA (2019), *Orientações para a comunicação de informações não financeiras: documento complementar sobre a comunicação de informações relacionadas com o clima*, (2019/C 209/01), 21-22
[100] *Idem Ibidem*

das empresas (CSRD)[101]. A Proposta foi adotada pela CE a 21 de abril de 2021 e revê e enfortece as regras introduzidas pela NFRD, tendo aumentando o leque de empresas em consideração. De acordo com o Art. 1º da Proposta da CSRD, as medidas das disposições relativas à divulgação e informações não financeiras da NFRD, serão aplicadas às empresas de seguro (e de resseguros) e instituições de crédito "independentemente da sua forma jurídica".

Com a nova redação do Art. 19º-A, as empresas visadas devem constar de, nomeadamente, uma descrição das políticas relativamente às questões de sustentabilidade[102], do processo de diligência e medidas tomadas a respeito das questões de sustentabilidade, bem como o resultado destas para "prevenir, atenuar ou corrigir os impactos adversos reais ou potenciais" e do modelo empresarial e da estratégia da empresa, incluindo i) a resiliência do modelo empresarial e da estratégia da empresa aos riscos de sustentabilidade[103], ii) as oportunidades para a empresa relacionadas com questões de sustentabilidade, iii) os planos das empresas para assegurar que o seu modelo empresarial e a sua estratégia são compatíveis com a transição para uma economia sustentável e com a limitação do aquecimento global a 1,5ºC, em concordância com o Acordo de Paris.

3.1.3 A consideração do impacto das decisões de investimento nos fatores climáticos

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 (SFDR) estabelece deveres de informação importantes no setor financeiro. O SFDR é aplicável aos IIs, incluindo as empresas de seguros abrangidas pela Diretiva Solvência II[104] e aos fundos de pensões regidos pela Diretiva IORP II[105] (Art. 2º, nº 1).

Em síntese, o Regulamento estabelece regras harmonizadas em matéria de transparência sobre o modo como os intervenientes do mercado têm em conta os impactos negativos e como incorporam os fatores ESG nas suas decisões de

[101] Proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho que altera a Diretiva 2013/34/UE, a Diretiva 2004/109/CE, a Diretiva 2006/43/CE e o Regulamento (UE) nº 537/2014
[102] Vide Art. 2º nº 24 do SFDR.
[103] Vide Art. 2º nº 22, do SFDR.
[104] Diretiva (UE) 2009/138/CE, do Parlamento Europa e do Conselho, de 25 de novembro de 2009
[105] Diretiva (UE) 2016/2341 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de dezembro de 2016

investimento (Art. 3º a 6º), sendo divulgado em sítios da Internet. Por sua vez, embora defina regras em matéria de divulgação, o regulamento ao exigir requisitos de divulgação suplementares relativos ao impacto ambiental e social das decisões de investimento está, primeiramente, a exigir efetivamente que os IIs tomem decisões estratégicas de negócios e de investimento. Também aqui se aplica o regime de "*comply or explain*" (artigo 4º, alínea b)).

O SFDR tem impactos significativos no mercado dos RI pelo facto de, não só requerer aos IIs a divulgação de como estes integram os riscos de sustentabilidade nas suas estratégias de investimento e os impactos negativos dessas estratégias nos fatores de sustentabilidade, como também requerer a classificação e divulgação dos riscos de sustentabilidade e impactos negativos dos seus produtos financeiros (Arts. 7º a 9º). Assim sendo, ao incorporar riscos de sustentabilidade nas suas decisões de investimento, tornam as estratégias de RI de incorporação, como a triagem positiva, negativa ou de exclusão e a integração de fatores ESG, parte da prática esperada de todos os produtos financeiros[106].

Neste sentido, os IIs (e os gestores de ativos) têm de revelar o modo como alinham os seus investimentos com estes objetivos de sustentabilidade – devendo integrar os processos de diligência devida – e prestar regularmente contas sobre o desempenho não financeiro dos investimentos. De acordo com o preâmbulo do SFRD: "A consideração dos fatores de sustentabilidade no processo de tomada de decisões de investimento (…) pode trazer benefícios para além do âmbito dos mercados financeiros. Pode aumentar a resiliência da economia real e a estabilidade do sistema financeiro".

Desde 2020, o SFDR é complementado pelo Regulamento da Taxonomia em relação às regras de transparência na divulgação de informações pré-contratuais e dos relatórios periódicos (Arts. 8º, 9º e 11º do SFDR), com o objetivo de aumentar a transparência e para que os intervenientes no mercado ofereçam aos investidores finais uma medida objetiva que lhes permita conferir a dimensão dos investimentos que financiam atividades económicas sustentáveis do ponto de vista ambiental. Para o efeito, importa referir que, de acordo com a alteração do Art. 9º do SFDR, no que diz respeito à "Transparência dos investimentos sustentáveis na divulgação de informações pré-contratuais", é exigido pelo nº4-A, desde 1 de janeiro de 2022, que sempre que um

[106] GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE, *Op. Cit.*, 15

produto financeiro tiver como objetivo investimentos sustentáveis, devem divulgar as informações no que diz respeito aos objetivos ambientais de mitigação e adaptação às alterações climáticas.

Para que o SFDR entre plenamente em vigor e seja aplicado de forma consistente e efetivo a CE ainda tem de adotar normas técnicas de regulamentação (RTS). A 2 de fevereiro de 2021, as Autoridades Europeias de Supervisão (ESAs) publicaram o seu Relatório Final sobre as RTS, desenvolvidas sobre o conteúdo, metodologias e apresentação das informações relevantes a divulgar ao abrigo do SFDR. A proposta de Regulamento Delegado consequente, de 6 de abril de 2022, específica a informação a divulgar, melhorando assim a sua qualidade e comparabilidade[107]. Estas regras harmonizadas permitem aos investidores finais obter informações sobre os impactos ESG dos diferentes produtos financeiros da UE e, consequentemente, a adotar decisões devidamente informadas, a partir de produtos comparáveis e isentos de *greenwashing*. Contudo, note-se que persistem as dificuldades na mitigação do *greenwashing*, uma vez que a CE adiou para 2023 a aplicação das RTS provenientes do SFDR e do Regulamento da Taxonomia[108].

3.2 A obrigação de ponderar sobre os riscos climáticos: violação dos Deveres Fiduciários do Investidor Institucional?

Os IIs podem aparecer enquanto "meros mediadores" dos fundos de que não são proprietários. Os ativos sob administração num fundo de investimento podem ser administrados de duas formas: por meio do fundo em si ou por meio de gestores de ativos[109]. Por consequência, entre o fundo (o II) e os participantes e entre o gestor e o fundo (e talvez os próprios participantes) existe uma relação fiduciária[110]. Neste sentido, tem havido muito debate sobre se a integração de fatores ESG – incluindo os relativos às alterações climáticas – nas decisões de investimento dos IIs são uma violação dos deveres fiduciários ou se, por sua vez, são hoje parte fundamental desses deveres.

A palavra fiduciário vem do latim "fidere", que significa "confiar". O dever fiduciário é um termo legal, utilizado maioritariamente em países de *common law*, que

[107] https://ec.europa.eu/finance/docs/level-2-measures/C_2022_1931_1_EN_ACT_part1_v6%20(1).pdf
[108] CMVM Op. Cit, 13
[109] MUGNIER, Eric, Et Al., *Resource Efficiency and Fiduciary Duties of Investors: Final Report* (2015), 32
[110] OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Op. Cit.*, 69

se refere ao tipo de obrigação juridicamente vinculativa que uma pessoa ou organização (neste caso o II), que administra o património de outra, tem em determinadas circunstâncias em relação ao beneficiário desse património.

Pelo facto de as jurisdições de direito romano-germânico da UE não reconhecerem legalmente em termos expressos os "deveres fiduciários", estabelecem obrigações equivalentes a estes deveres em que os temas comuns incluem[111]:

i) O dever de lealdade, ou seja, o dever de agir conscientemente no interesse dos beneficiários[112] (tipicamente é o dever de procurar rentabilidade). Os IIs devem, assim, agir com boa fé em relação aos interesses dos beneficiários, evitando conflitos de interesses ou agir em benefício próprio ou de terceiro, prosseguindo os "melhores interesses" dos beneficiários nas suas atividades.
ii) O dever de agir prudentemente (ou diligentemente), reconhecendo os riscos dos investimentos e assegurando a diversificação adequada da carteira.
iii) Outros deveres de liquidez e, em algumas jurisdições, limites nos tipos de ativos que podem ser selecionadas por certo tipo de fundos.

Em termos gerais, os deveres fiduciários são os princípios legais que protegem os beneficiários do abuso por parte dos fiduciários a quem foram delegadas funções para tomar decisões de investimento em seu nome. Neste sentido, a CE define os IIs, para efeitos dos deveres fiduciários que lhes sejam impostos, como todos os agentes que tomam decisões de investimento em nome dos beneficiários, incluindo proprietários de ativos, fundos de pensões, empresas de seguro, bancos e outros intermediários[113].

Em Portugal, quando o II aparece enquanto intermediário financeiro (Arts. 290º e 293º CVM) dos beneficiários/ investidores finais, existe uma "relação fiduciária" com estes investidores finais, que se traduz num dever de promover os interesses dos clientes (Art. 304 CVM), nomeadamente através do exercício do voto (Arts. 306º, nº3 CVM). Em especial, os IIs, enquanto administradores dos fundos que não são proprietários, têm o dever de agir de acordo com os "elevados padrões de diligência, lealdade e transparência" (Art. 304º, nº2 CVM). Na violação dos seus deveres impostos por lei ou regulamento emanado de autoridade pública, os IIs fiduciários serão obrigados a indemnizar os danos causados aos seus beneficiários (Art. 304º-A, nº1 CVM).

[111] MUGNIER, Eric, Et Al., *Op. Cit.*, 29
[112] Os titulares materiais últimos dos ativos a serem geridos pelo fiduciário
[113] MUGNIER, Eric, Et Al., *Op. Cit.*, 19-20

3.2.1 Argumentos contra a integração dos fatores ESG nos deveres fiduciários

Na visão tradicional, o dever de lealdade dos IIs exige-lhes a maximização do retorno do investimento no interesse dos beneficiários finais[114]. Neste sentido, os deveres fiduciários dos IIs podem ser considerados uma barreira ao RI, uma vez que nesta visão os fatores ESG não são relevantes para o valor da carteira e, portanto, não são consistentes com os seus deveres de investidor.

Em 2005, o relatório revolucionário neste tema, também conhecido como o Relatório de *Freshfields*, concluiu que integrar questões ESG nas análises de investimento era (claramente) admissível e possivelmente obrigatória em determinados momentos. O primeiro momento será quando as características ESG possam ser consideradas como desempate entre investimentos com as mesmas características financeiras, pelo que é permissível aos IIs decidir sobre qual investimento adotar por referência às preocupações ambientais que possam ter. O segundo será quando as questões ESG sejam financeiramente relevantes, pelo que é obrigatório a sua consideração. O terceiro será a escolha obrigatória dos investimentos com base na sua atuação ESG pelo facto de haver consenso entre os beneficiários na estratégia de RI a adotar[115][116]. Em resposta ao relatório, SANDBERG (2011) considerou-o excessivamente otimista[117].

Neste sentido, o autor aponta que, face ao primeiro argumento de Freshfields, embora seja permitido que os IIs levem em consideração questões ESG, na prática, ao tomar decisões entre dois investimentos, é raro que esses dois investimentos tenham exatamente as mesmas características financeiras, um vez que são vários os fatores que influenciam o papel na tomada de decisões de investimento, como o retorno do investimento, o perfil do risco, o horizonte de tempo do investimento, a composição da carteira, etc. Contudo o autor é contraditório sobre este ponto, dado que identifica que é difícil para um investidor garantir que todas as características de uma escolha de investimento sejam consideradas, uma vez que os IIs reúnem informações que têm por

[114] OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Op. Cit.*, 81

[115] FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, *A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment* (2005), 14

[116] Em 2018, a CE reconheceu um "consenso crescente" na compatibilidade da consideração dos fatores ESG com os deveres fiduciários, considerando estas três situações (FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER (2021) Cit, 281)

[117] SANDBERG, Joakim, *Socially Responsible Investment and Fiduciary Duty: Putting the Freshfields Report into Perspective*, Journal of Business Ethics Vol, 101 (2011), 144

base medidas abstratas ou estatísticas sobre os detalhes relevantes para as oportunidades de investimento, o que simplificarão consideravelmente a realidade. Portanto, a probabilidade de dois investimentos serem considerados iguais nas estimativas aproximadas reais dos IIs é maior (ainda que considere improvável), mas nunca "inconcebível"[118].

Em relação ao segundo argumento, o autor salienta que nem todos os tipos de desempenho ESG são financeiramente relevantes nas decisões de investimentos, criticando o facto de o relatório apenas ter apresentado o exemplo das alterações climáticas.

Em relação à terceira conclusão de Freshfields, SANDBERG argumentava que, no caso de múltiplos beneficiários, é difícil encontrar um consenso entre todos, uma vez que nem todos os beneficiários concordariam em renunciar ao máximo retorno em todas, ou alguma, das questões ambientais ou em desinvestir em determinadas empresas.

Em acréscimo, a visão conservadora do dever fiduciário não inclui, nas decisões de investimento, as considerações extrafinanceiras dos beneficiários uma vez que as estratégias de investimento que respeitam os desejos específicos dos beneficiários podem diminuir os retornos financeiros para alcançar certos benefícios éticos ou sociais. Neste sentido, SANDBERG (2013) considera que o II só age no melhor interesse do beneficiário ao maximizar os seus retornos consistentes com o nível preferido de risco da carteira de investimento que, muitas vezes, não tem conexão com as questões éticas e morais[119].

O argumento central apresentado pelos investidores tradicionais é o *Modern Portfolio Theory* (MPT). O MPT considera que o risco específico da carteira de investimento vai reduzindo à medida em que se investe em classes de ativos não correlacionados (diversificação da carteira), maximizando assim os retornos ajustados a um determinado nível de risco. Deste modo, não só, seria impossível que se encontrasse dois investimentos com exatamente as mesmas características, como também, os fatores ESG, ao serem considerados fatores extrafinanceiros, não melhorariam a capacidade de

[118] SANDBERG, Joakim (2011) *Cit.*, 148-149
[119] SANDBERG, Joakim, (*Re-)Interpreting Fiduciary Duty to Justify Socially Responsible Investment for Pension Funds?*, Corporate Governance: An International Review, Vol. 21 nº5 (2013)

cumprir as suas obrigações fiduciárias, que são puramente financeiras[120]. Mais, por esta teoria se basear no conceito de eficiência de mercado, os IIs não têm de evitar ativos ou setores com características ESG nefastas, uma vez que tal ação limitaria a capacidade de diversificação da carteira e pelo facto de se acreditar que qualquer potencial desvantagem já está refletida no preço[121].

3.2.2 Argumentos a favor da integração dos fatores ESG nos deveres fiduciários

No sentido de clarificar sobre este tema, surge o "*Fiduciary Duty in the 21st Century*". O relatório não aborda expressamente as críticas apontadas por SANDBERG, mas contribui claramente, com uma extensa base de evidências, para encerrar o debate sobre se o dever fiduciário é uma barreira legítima para a integração de questões ESG na decisão de investimento. Ao concluir que a não consideração destas questões é uma falha do dever fiduciário, o relatório menciona três razões principais pelas quais os deveres fiduciários de lealdade e prudência exigem a incorporação de questões ESG[122].

Primeiramente, a incorporação de fatores ESG é uma norma de investimento cada vez mais sustentada pelo setor. Neste sentido, veja-se o crescimento do número de IIs signatários de organizações como os PRI (que reconhece que nas obrigações fiduciárias se integram as questões ESG)[123]. Isto é sinal da maior convergência entre as ideias e motivações do RI e do investimento tradicional e de que a incorporação de questões ESG na análise e processos de decisão de investimento tornou-se uma parte necessária do investimento[124].

Em segundo lugar, as questões ESG são financeiramente relevantes, especialmente as que consideram os fatores climáticos[125]. Neste sentido, estudos empíricos têm demonstrado que, pelo facto de existir uma correlação positiva entre os fatores ESG e o desempenho financeiro das empresas investidas, a integração de

[120] MUGNIER, Eric, Et Al., *Op. Cit.,* 36
[121] OECD, *Investment governance and the integration of environmental, social and governance factors* (2017), 22
[122] UNEP-FI e PRI, *Final Report: Fiduciary Duty in the 21st Century* (2019), 8
[123] https://www.unpri.org/
[124] MUGNIER, Eric, Et Al., *Op. Cit.*, 19
[125] ZIMMERMMANN, Michel, Et. al. *Op. Cit*, 2

questões de sustentabilidade pode gerar efeitos positivos nas carteiras de investimento[126].

Especificamente quando falamos dos fatores climáticos, as negligências em relação a estes fatores têm implicações financeiras negativas para os IIs, especialmente nos setores ou indústrias poluidoras, pelo que tal negligência é uma falha do dever de investir com diligência. Neste sentido, constata-se o aumento do surgimento de litígios climáticos ou de movimentos de responsabilização das sociedades gestoras dos fundos de pensões por danos sofridos em consequência da violação de deveres fiduciários por não terem sido considerados de forma adequada os riscos financeiros climáticos (e.g., as "mudanças no mar" na indústria do carvão)[127]. Se na aceção tradicional do dever fiduciário, os IIs têm de ter em consideração a maximização dos retornos para os seus beneficiários, é necessário que estes tomem uma posição em relação aos fatores financeiros climáticos (dado que podem afetar o desempenho da carteira de investimento em graus variados, conforme a empresa, setor, região e classe de ativos em questão).

Assim, é do maior interesse dos IIs a incorporação dos fatores ESG na decisão de investimento e nos seus mecanismos de RI, como o ativismo acionista, se considerarmos o seu impacto económico-financeiro. O dever fiduciário impõe ao II que avalie os benefícios que o ativismo pode trazer e que desenvolva as ações necessárias para monitorizar a gestão das sociedades participadas quando estas afetem a valorização dos investimentos do fundo[128]. Neste âmbito, de forma a estar alinhado com os seus deveres, o II deve influenciar à maximização do valor geral de longo prazo, incluindo o valor dos ativos ESG, dos quais dependem os retornos e interesses dos beneficiários, através da utilização efetiva do envolvimento e outras ferramentas de gestão de riscos[129].

Por último, existe um corpo de políticas e estruturas regulatórias que sustentam e exigem, cada vez mais, a incorporação de práticas ESG. Mais, não existe nenhuma estrutura legal nas jurisdições da UE que identifique limites na consideração dos fatores ESG nas decisões de investimento dos IIs. Por isso que a CE considera que a inclusão

[126] UNEP-FI e PRI, *Op. Cit.*, 17-18
[127] GIÃO, João Sousa, *Op. Cit.*, 315
[128] OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Op. Cit.*, 69
[129] https://www.unpri.org/stewardship/about-stewardship/6268.article

das questões ambientais no processo de tomada de decisão de investimento não é uma violação dos deveres fiduciários na UE, desde que os elementos-base do dever fiduciário sejam respeitados[130].

É neste sentido que, entre os vários diplomas, a Diretiva IORP II exige aos fundos de pensão que tenham em consideração os fatores ESG nas suas decisões de investimento, a materialidade dos riscos climáticos e a gestão destes riscos de forma adequada e prudente[131]. Exigências consistentes com os seus deveres fiduciários[132]. Já o SFDR clarifica sobre a incorporação dos fatores ESG nos deveres fiduciários, uma vez que é a concretização das ações 7 e 9 do Plano de Ação de 2018 da UE (relativamente à clarificação dos deveres dos IIs em relação à sustentabilidade e de divulgação), introduzindo consistência e clareza sobre como os IIs deverão, no cumprimento do dever de lealdade e nos seus processos de diligência devida, avaliar reiteradamente os riscos financeiros e sustentáveis relevantes, que possam ter um "impacto negativo significativo sobre o retorno financeiro de um investimento" (Considerando 12).

No seu relatório, a CE dá ainda resposta à utilização falível do MPT na visão tradicional. O MPT, embora seja a abordagem padrão, não está isento de deficiências e as suas premissas económicas subjacentes, incluindo que os mercados são totalmente eficientes e os investidores são totalmente racionais, raramente são cumpridas. De facto, as falhas de mercado são inúmeras e nenhum agente do mercado tem acesso ao conjunto completo de informações relevantes e os IIs nem sempre agem racionalmente com base nessa informação. O MPT nunca se aplica na sua forma pura.

Acresce que as práticas atuais dos IIs (baseadas no MPT) não são inconsistentes com as estratégias de RI e a incorporação de fatores ESG na tomada de decisão de investimento. As carteiras de investimento, geralmente, concentram-se em determinadas zonas: uma zona monetária como a zona do euro, um mercado específico como países emergentes ou um determinado produto. Neste sentido, a integração de fatores ESG não é diferente, uma vez que é também aqui construir a carteira com base num (outro) filtro[133]. Mais, a utilização do MPT como argumento de afastamento da integração de

[130] MUGNIER, Eric, Et Al., *Op. Cit.*, 19 e 58
[131] Vide Arts. 53º, nº 4, 57º nº3, 108º, nº 2 c), 118º, nº 5 j), 119º, nº 6 d) e 155º, nº 1 c) da Lei nº 27/2020 (Regime Jurídico dos Fundos de Pensões)
[132] MERCER, *Investing in a Time of Climate Change: The Sequel* (2019), 6
[133] MUGNIER, Eric, Et Al., *Op. Cit.*, 37

fatores ESG é inconsistente com as práticas que demonstram que estes fatores não implicam automaticamente um retorno financeiro reduzido[134].

Quanto à consideração de fatores extrafinanceiros, a literatura mais recente considera que, no cumprimento do dever de lealdade, o desempenho financeiro não cobre todos os interesses dos beneficiários. Os beneficiários podem compartilhar de um objetivo claramente moral, pelo que, possivelmente, o retorno financeiro será menor. Neste sentido, embora o desempenho financeiro certamente faça parte dos deveres fiduciários dos IIs, este não define necessariamente os "melhores interesses" dos beneficiários. De facto, o dever de lealdade e prudência podem ser interpretadas sob três perspetivas, nenhuma hierarquicamente superior face à outra: interesse financeiro; benefício extrafinanceiro (ou seja, bem-estar social); e, interesse ético[135].

Aliás, de acordo com a esmagadora maioria dos participantes da Consulta Pública sobre os Deveres dos IIs e dos Gestores de Ativos em Sustentabilidade, os IIs devem considerar os fatores de sustentabilidade no seu processo de tomada de decisão de investimento, pois esses fatores podem ter um impacto material no perfil de risco e retorno de longo prazo das carteiras de investimento e podem contribuir para tornar os mercados de capitais mais responsáveis e aumentar o fluxo de capitais para uma economia mais sustentável, ambos do interesse dos beneficiários finais dos IIs[136].

Neste sentido, como complemento ao SFDR e em consequência do relatório, apresentado pelas ESAs (2019), a CE publicou, a 21 de abril de 2021, seis Atos Delegados modificativos em deveres fiduciários que exigem que as empresas financeiras, como os OICVM, os Gestores de ativos de Fundos de investimento alternativos, as Empresas de investimento e as Empresas de seguro, incluam nos seus procedimentos os riscos de sustentabilidade financeiramente materiais e que tomem em consideração as preferências de sustentabilidade dos clientes.

Em termos exemplificativos, o Regulamento Delegado (UE) 2021/1256 da Comissão de 21 de abril de 2021 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, exige que estes IIs tomem as medidas necessárias para

[134] ROYAL BANK OF CANADA GLOBAL ASSET MANAGEMENT, *Does Socially Responsible Investing hurt investment returns?* (2012)
[135] MUGNIER, Eric, Et Al., *Op. Cit.*, 24
[136] COMISSÃO EUROPEIA, *Feedback…*, *Cit.*, 5

assegurar que os riscos de sustentabilidade relacionados com as carteiras de investimento sejam devidamente identificados, avaliados e geridos. Ao aditar, na Secção 6 do Regulamento 2015/35 («Investimentos»), o Art. 275º-A, o princípio do "gestor prudente" integra agora os riscos de sustentabilidade. Neste sentido o nº1 explicita que "aquando da identificação, mensuração, monitorização, gestão, controlo, comunicação e avaliação dos riscos decorrentes dos investimentos (…) as empresas de seguro e resseguros tomam em consideração os riscos de sustentabilidade". Os IIs terão, não só, de ter em consideração o possível impacto a longo prazo, nos fatores de sustentabilidade, das suas estratégias e decisões de investimento, como também, terão o dever de considerar as preferências de sustentabilidade dos seus clientes (nº2).

Conclui-se que a aceção dos "deveres fiduciários modernos" dos IIs exige que estes[137]:

i) Incorporem os fatores ESG financeiramente relevantes, como os riscos climáticos, nas suas decisões de investimento, de forma consistente com o horizonte de tempo dos seus investimentos (dever de prudência)
ii) Compreendam e incorporem nos processos de decisão de investimento, as preferências de sustentabilidade dos beneficiários, independentemente de essas preferências serem financeiramente relevantes, ao mesmo tempo que devem evitar ou equilibrar imparcialmente os interesses em conflito dos seus beneficiários (dever de lealdade)
iii) Aquando de terem participações sociais em empresas, incentivem altos padrões de desempenho ESG (dever de prudência)
iv) Apoiem a estabilidade e resiliência do sistema financeiro. (dever de prudência)
v) Divulguem de forma mais transparente como implementam estes compromissos de investimento

[137] UNEP-FI e PRI, *Op. Cit.*, 21

CONCLUSÃO

Sendo as alterações climáticas uma fonte de riscos (físicos, de transição e de responsabilidade), tem-se assumido a posição que o sistema financeiro deve servir o crescimento sustentável global e deve estar empenhado na adaptação e na mitigação das alterações climáticas e no cumprimento das metas do Acordo de Paris.

Assim, têm crescido as expetativas de que os IIs devem estar na vanguarda da transição, uma vez que estes têm as capacidades de análise das informações e os recursos técnicos necessários para apreciar os fatores climáticos. A gestão e as decisões feitas pelos IIs terão uma grande influência na forma como a sociedade responde às alterações climáticas, pelo que o RI deve tornar-se predominante.

Surgiu, assim, uma nascente de iniciativas e reformas legislativas na UE que influenciam o comportamento dos IIs, encorajam ao RI e à integração dos fatores climáticos nas suas decisões de investimento e especificam os deveres destes em relação, nomeadamente, à divulgação das estratégias de investimento, à gestão de riscos, ao ativismo acionista e à integração dos fatores climáticos no processo de decisão de investimento.

Quanto aos deveres fiduciários dos IIs, ao analisar os argumentos apresentados, concluímos que a integração dos fatores climáticos na prática de investimento é, hoje, um padrão reconhecido nos requisitos regulatórios e legais direcionados aos IIs, pelo que podem – e devem – ser considerados elementos centrais pelos IIs e pelos seus beneficiários no cumprimento dos seus deveres.

Os Atos Delegados, ao alterarem as regras em matéria de deveres fiduciários, clarificam que as regras atuais também englobam os riscos de sustentabilidade, integrando na obrigação fiduciária do II, neste sentido, o impacto (financeiro) das alterações climáticas no valor dos investimentos e as preferências de sustentabilidade dos beneficiários (mesmo que tal não sejam "importantes do ponto de vista financeiro"[138]).

Parece-nos, pois, uma questão ultrapassada, mesmo em Portugal, uma vez que o Grupo de Reflexão para o Financiamento Sustentável, coordenado pelos Ministérios do

[138] Considerando 14 da Resolução do Parlamento Europeu, de 29 de maio de 2018, sobre finanças sustentáveis (2018/2007(INI))

Ambiente, Finanças e Economia, recomenda a integração dos fatores ESG nos deveres fiduciários dos IIs[139].

PAULO CÂMARA (2021), ao analisar a mais recente regulação do sistema financeiro da UE – na qual se integra a legislação anteriormente analisada –, conclui que os critérios ESG não se apresentam "incompatíveis com os deveres fiduciários das instituições financeiras ou com o cumprimento do seu propósito"[140]. Mais, de acordo com o Art. 35º da Lei de Bases do Clima, estabelece-se que a não consideração, nas decisões de financiamento, no curto, médio e longo prazo, pelos agentes económicos, dos riscos e impactos climáticos, é considerada uma violação dos deveres fiduciários.

Em conclusão, um mercado financeiro de transição para um mundo de 1,5ºC está a ser construído, num sistema articulado entre a *hard law* e a *soft law*, requerendo a associação de mecanismos de RI e a integração dos mesmos nos deveres fiduciários dos IIs. Em última análise, a velocidade com que o novo sistema financeiro sustentável se desenvolve será decidida de duas formas.

Primeiro, pelas ambições das políticas climáticas. A falta de clareza nas estruturas legais e políticas e as teorias e práticas tradicionais (e predominantes) no mercado podem levar muitos IIs a considerar o retorno financeiro como o seu único objetivo. Para alterar esse comportamento e facilitar o RI em grande escala, precisamos de clarificar o escopo dos deveres fiduciários, processos de diligência e dos requisitos de divulgação dos IIs. Tal daria aos IIs maior confiança na procura de investir responsavelmente. Daí que a CMVM incentive a legislação nacional a repensar e densificar o conceito de dever fiduciário à luz dos objetivos da Sustentabilidade[141].

Neste sentido, os PRI[142] (2022), estabeleceram um conjunto de recomendações, das quais se realça: (1) clarificar sobre a compatibilidade entre a persecução dos fatores de sustentabilidade e a atuação no melhor interesse dos beneficiários; (2) clarificar, dentro do princípio do gestor prudente, quando os objetivos de RI devem ou podem ser consideradas e desenvolver orientações de implementação ou (3) esclarecer sobre o

[139] *Linhas de orientação para acelerar o financiamento sustentável em Portugal* (2019)
[140] CÂMARA, Paulo, *Sistema financeiro e alterações climáticas* in Boletim da Ordem dos Advogados nº32 (maio – agosto 2021), 33
[141] CMVM, Documento de Reflexão e Consulta sobre Finanças Sustentáveis (2019)
[142] Ao analisar a legislação da UE aplicada aos Fundos de pensões, Empresas de seguro e resseguros, Empresas de investimento e OICVM

escopo em que as preferências de sustentabilidade dos beneficiários é permitida e incentivar esses comportamentos de investimento;[143].

Alguns esforços já estão a ser realizados através da ação 4 da Nova Estratégia de Financiamento Sustentável (2021), relativamente aos Fundos de Pensão, com o objetivo de alargar o conceito do melhor interesse a longo prazo dos beneficiários e de exigir que se considerem os impactos da sustentabilidade no quadro de investimentos destes IIs[144].

Em segundo lugar, mesmo que se forneça as estruturas legais necessárias, criar organizações e mercados com a dimensão suficiente para canalizar o financiamento para oportunidades de investimento apropriadas, no curto prazo necessário (até 2030 ou 2050), será um desafio. Neste sentido, será exigida a liderança dos IIs, para garantir a adaptação e a concretização efetiva dos novos normativos, ou seja, para desenvolver e ampliar as respostas institucionais às novas estruturas legais e políticas, e para garantir o incentivo, nomeadamente, das empresas participadas a desenvolver, também elas, uma estratégia de negócio sustentável.

[143] NECULAE, Alina, *A Legal Framework for Impact. European Union: Integrating Sustainability Impact Across the Investment Industry*, PRI (2022)
[144] COMISSÃO EUROPEIA (2021), *Estratégia de financiamento da transição para uma economia sustentável*, COM 390 final, Estrasburgo 06.07.2021, 19

BIBLIOGRAFIA

ALVES, Carlos Francisco, *Os Investidores Institucionais e o Governo das Sociedades: Disponibilidade, Condicionantes e Implicações*, Almedina (2005)

ANG, Geraldine e COPELAND, Hannah, *Integrating Climate Change-related Factors in Institutional Investment*, OECD (2018). Disponível em: https://www.oecd.org/sd-roundtable/papersandpublications/Integrating%20Climate%20Change-related%20Factors%20in%20Institutional%20Investment.pdf

BOFFO, Riccardo e PATALANO, Robert, *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*, OECD (2020). Disponível em: https://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-Challenges.pdf

BRAUNGARDT, Sibylle, Et. al., *Fossil fuel divestment and climate change: Reviewing contested arguments*, Energy Research & Social Science 50 (2019), 191-200. Disponível em: https://doi.org/10.1016/j.erss.2018.12.004

BUCHNER, Barbara, Et al., *Global Ladscape of Climate Finance*, Climate Policy Initiative (2021). Disponível em: https://www.climatepolicyinitiative.org/wp-content/uploads/2021/10/Full-report-Global-Landscape-of-Climate-Finance-2021.pdf

CÂMARA, Paulo, "Governação Societária e Influência Acionista: Sinais de Mudança", in *Acionistas e Governação das Sociedades*, Almedina (2019)

CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina (2018)

CÂMARA, Paulo, *Sistema financeiro e alterações climáticas* in Boletim da Ordem dos Advogados nº32 (maio – agosto 2021). Disponível em: https://portal.oa.pt/media/134219/boletim-oa-32-mai-ago.pdf

CARNEY, Mark, Building a Private Finance System for Net Zero: Priorities for private finance for COP26 (2021). Disponível em: https://ukcop26.org/wp-content/uploads/2020/11/COP26-Private-Finance-Hub-Strategy_Nov-2020v4.1.pdf

CHRISTOPHERS, Brett, *Environmental Beta or How Institutional Investors Think about Climate Change and Fossil Fuel Risk*, Annals of the American Association of Geographers, Vol. 109 nº3 (2019), 754-774. Disponível em: https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/24694452.2018.1489213

CMVM, Documento de Reflexão e Consulta sobre Finanças Sustentáveis (2019). Disponível em: https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/ConsultasPublicas/CMVM/Documents/CP%20Sustainable%20Finance.PDF

CMVM, *Risk Outlook 2022* (2022). Disponível em: https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Comunicados/Documents/CMVM-RISK%20OUTLOOK%202022.pdf

COMISSÃO EUROPEIA (2017), *Orientações sobre a comunicação de informações não financeiras (metodologia a seguir para a comunicação de informações não financeiras*, (2017/C 2015/01). Disponível em: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52017XC0705(01)&from=EN

COMISSÃO EUROPEIA (2018), *A clean planet for all: a European strategic long-term vision for a prosperous, modern, competitive and climate-neutral society*, COM 773 final, Bruxelas, 28.11.2018. Disponível em: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0773&from=EN

COMISSÃO EUROPEIA (2018), *Feedback Statement: Public Consultation on Institutional Investors' and Asset Managers' Duties regarding Sustainability*, 24.05.2018. Disponível em: https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2017-investors-duties-sustainability_en

COMISSÃO EUROPEIA (2018), *Plano de Ação: Financiar um crescimento sustentável*, COM 97 final, Bruxelas 08.03.2018. Disponível em: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=DE

COMISSÃO EUROPEIA (2019), *Orientações para a comunicação de informações não financeiras: documento complementar sobre a comunicação de informações relacionadas com o clima*, (2019/C 209/01). Disponível em: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52019XC0620(01)&from=PT

COMISSÃO EUROPEIA (2021), *Estratégia de financiamento da transição para uma economia sustentável*, COM 390 final, Estrasburgo 06.07.2021. Disponível em: https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9f5e7e95-df06-11eb-895a-01aa75ed71a1.0020.02/DOC_1&format=PDF

COMISSÃO EUROPEIA (2021), *Taxonomia da UE, divulgação de informações sobre sustentabilidade das empresas, preferências em termos de sustentabilidade e deveres fiduciários: Direcionar as atividades financeiras para os objetivos do Pacto Ecológico Europeu*, COM 188 final, Bruxelas 21.04.2021. Disponível em: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021DC0188&from=EN

EY, *Climate Change: The investment perspective* (2016)
Disponível em: https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/banking-and-capital-markets/ey-climate-change-and-investment.pdf

FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, *A legal framework for impact - sustainability impact in investor decision making, report commissioned* (2021). Disponível em: https://www.freshfields.com/en-gb/our-thinking/campaigns/a-legal-framework-for-impact/

FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, *A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment* (2005)
Disponível em: https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf

GFANZ, *Our progress and plan towards a net-zero global economy* (2021). Disponível em: https://www.gfanzero.com/progress-report/

GIÃO, João Sousa, "Green Bonds" in Paulo Câmara (coord.), *O novo direito dos valores mobiliários, I Congresso Sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros*, Almedina (2017)

GIGLIO, Stefano, Et. al., *Climate Finance*, NYU Stern School of Business Forthcoming (2020). Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3719139

GLADMAN, Kimberly, Et. Al., *Climate risk: An Investor resource guide*, PRI (2022). Disponível em: https://www.unpri.org/download?ac=15605

GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE, *Global Sustainable Investment Review 2020* (2021). Disponível em: http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf

Grupo de Reflexão para o Financiamento Sustentável, *Linhas de orientação para acelerar o financiamento sustentável em Portugal* (2019). Disponível em: https://sniambgeoviewer.apambiente.pt/GeoDocs/geoportaldocs/clima/Linhas_orientacao_financiamento_sustentavel_final.pdf

HARRISON, Caroline e MUETHING, Lea, *Sustainable Global State of the Market 2020*, Climate Bonds Initiative (2021). Disponível em: https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_sd_sotm_2020_04d.pdf

HOEPNER, Andreas G. F. Et. Al., *ESG Shareholder Engagement and Downside Risk*, European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 671/2020 (2021). Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2874252

IPCC, *Climate Change 2022: Impacts, Adaptation and Vulnerability* (2022). Disponível em:https://www.ipcc.ch/report/ar6/wg2/downloads/report/IPCC_AR6_WGII_FinalDraft_FullReport.pdf

IPCC, *Climate Change 2022: Mitigation of Climate Change Report* (2022). Disponível em: https://report.ipcc.ch/ar6wg3/pdf/IPCC_AR6_WGIII_FinalDraft_FullReport.pdf

KELLY, Tom Giles, *Institutional investors as environmental activists*, Journal of Corporate Law Studies, Vol. 21, nº2 (2021), 467-489. Disponível em: https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/14735970.2021.1881356

KÖLBEL, Julian F., Et. al., *Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact, Organization & Environment* (2020), Vol. 33 nº4, 554-574. Disponível em: https://doi.org/10.1177/1086026620919202

KRUEGER, Philipp, Et. al., *The Importance of Climate Risks for Institutional Investors*, European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 610/2019 (2019). Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3235190

LEATON, Janes, Et. al. *Unburnable Carbon 2013: Wasted capital and stranded assets*, Carbon Tracker Initiative, London School of Economics and Political Science (2013). Disponível em: https://www.lse.ac.uk/granthaminstitute/wp-content/uploads/2014/02/PB-unburnable-carbon-2013-wasted-capital-stranded-assets.pdf

MACKENZIE, Craig e ASCUI, Francisco, *Investor leadership on climate change – An analysis of the investment community's role on climate change, and snapshot of recent investor activity*, United Nations Global Compact (2009). Disponível em: https://www.unpri.org/download?ac=5884

MAIA, Pedro, *Voto e Corporate Governance – Um novo paradigma para a sociedade anónima*, Almedina (2020)

MERCER, *Investing in a time of Climate Change*, (2015). Disponível em: https://www.mercer.com/content/dam/mercer/attachments/global/investments/mercer-climate-change-report-2015.pdf

MERCER, *Investing in a Time of Climate Change: The Sequel* (2019). Disponível em: https://www.mercer.com/our-thinking/wealth/climate-change-the-sequel.html

MORGAN STANLEY, *Sustainable Signals: Assets Owners See Sustainable as Core to the future of Investing* (2020). Disponível em: https://www.morganstanley.com/content/dam/msdotcom/sustainability/20-05-22_3094389%20Sustainable%20Signals%20Asset%20Owners_FINAL.pdf

MUGNIER, Eric, Et Al., *Resource Efficiency and Fiduciary Duties of Investors: Final Report* (2015). Disponível em: https://ec.europa.eu/environment/enveco/resource_efficiency/pdf/FiduciaryDuties.pdf

NAARAAYANAN, S.L. Sachdeva, Et.Al., *The real effects of environmental activist investing*, European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper nº743/2021 (2020) (2020). Disponível em: https://ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/naaraayanansachdevasharmafinal_0.pdf

NECULAE, Alina, *A Legal Framework for Impact. European Union: Integrating Sustainability Impact Across the Investment Industry*, PRI (2022). Disponível em: https://www.unpri.org/download?ac=16174

OECD, *Climate Finance Provided and Mobilised by Developed Countries: Aggregate trends updated with 2019 Data* (2021). Disponível em: https://www.oecd.org/env/climate-finance-provided-and-mobilised-by-developed-countries-aggregate-trends-updated-with-2019-data-03590fb7-en.htm

OECD, *ESG Investing and Climate Transition: Market Practices, Issues and Policy Considerations* (2021). Disponível em: https://www.oecd.org/finance/ESG-investing-and-climate-transition-market-practices-issues-and-policy-considerations.pdf

OECD, *Investment governance and the integration of environmental, social and governance factors* (2017). Disponível em: https://www.oecd.org/finance/Investment-Governance-Integration-ESG-Factors.pdf

OECD, *Mobilising Bond Markets for a Low-Carbon Transition*, Green Finance and Investment (2017). Disponível em: https://doi.org/10.1787/9789264272323-en.

OECD, *Mobilising institutional investors for financing sustainable development in developing countries: Emerging evidence of opportunities and challenges* (2021). Disponível em: https://www.oecd.org/dac/financing-sustainable-development/development-finance-standards/mobilising-institutional-investors-financing-sustainable-development.htm

OECD, *Responsible business conduct for institutional investors Key considerations for due diligence under the OECD Guidelines for Multinational Enterprises* (2017)

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Governo das Sociedades*, Almedina (2018)

PRI, *Screening* (2019). Disponível em: https://www.unpri.org/download?ac=10608

PRI, *What is responsible Investment?* (2019). Disponível em: https://www.unpri.org/download?ac=10223

QUIMBY, Alexander P., *Addressing Corporate Short-Termism Through Loyalty Shares*, Florida State University Law Review, Vol. 40 nº2 (2013). Disponível em: https://ir.law.fsu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1011&context=lr

RESPONSIBLE INVESTOR, *COP 26 & the EU Sustainable Finance Agenda: The Starting Line For The Next Decade* (2021). Disponível em: https://www.responsible-investor.com/cop26-and-the-eu-sustainable-finance-agenda-the-starting-line-for-the-next-decade/

RITCHIE, Justin e DOWLATABADI, Hadi, *Divest from the Carbon Bubble? Reviewing the Implications and Limitations of Fossil Fuel Divestment for Institutional Investors*, Review of Economics & Finance (2015), 59-80. Disponível em:

https://www.researchgate.net/publication/277665653_Divest_from_the_Carbon_Bubble_Reviewing_the_Implications_and_Limitations_of_Fossil_Fuel_Divestment_for_Institutional_Investors

ROYAL BANK OF CANADA GLOBAL ASSET MANAGEMENT, *Does Socially Responsible Investing hurt investment returns?* (2012). Disponível em: https://funds.rbcgam.com/_assets-custom/pdf/RBC-GAM-does-SRI-hurt-investment-returns.pdf

SANDBER, Joakim, *(Re-)Interpreting Fiduciary Duty to Justify Socially Responsible Investment for Pension Funds?*, Corporate Governance: An International Review, Vol. 21, nº5 (2013), 436-446. Disponível em: https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/corg.12028

SANDBERG, Joakim, *Socially Responsible Investment and Fiduciary Duty: Putting the Freshfields Report into Perspective*, Journal of Business Ethics Vol, 101 (2011), 143-162. Disponível em: https://link.springer.com/article/10.1007/s10551-010-0714-8

SHLEIFER, Andrei e VISHNY, Robert W., *A Survey of Corporate Governance*, The Journal of Finance, Vol. 52 nº2 (1997). Disponível em: https://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/surveycorpgov.pdf

SULLIVAN, Rory, *Climate Change: Implications for Investors and Financial Institutions*, UNEP FI, University of Cambridge e IIGCC (2014). Disponível em: https://www.unep.org/resources/report/climate-change-implications-investors-and-financial-institutions

SULLIVAN, Rory, Et. al., *Policy Frameworks for Long-term Responsible Investment: The Case for Investor Engagement in Public Policy*, PRI (2014). Disponível em: https://www.unpri.org/download?ac=1420

TCFD, *Final Report – Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (2017). Disponível em: https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2021/10/FINAL-2017-TCFD-Report.pdf

UNEP-FI e PRI, *Final Report: Fiduciary Duty in the 21st Century* (2019). Disponível em: https://www.unepfi.org/publications/investment-publications/fiduciary-duty-in-the-21st-century-final-report/

ZIMMERMMANN, Michel, Et. al., *Focus: Measuring Climate-related risks in Investment Portfolio*, Swiss Sustainable Finance (2019). Disponível em: https://www.sustainablefinance.ch/upload/cms/user/2019_03_04_SSF_Focus_Measuring_Climate_related_Risks_in_Portfolios_final.pdf