

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

Escola de Lisboa

MESTRADO EM DIREITO E GESTÃO



UNIVERSIDADE  
CATÓLICA  
PORTUGUESA

# Os deveres jurídicos das Instituições Financeiras ao abrigo do SFDR

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

Ana Mafalda Cordeiro

Lisboa

Novembro de 2022

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

Escola de Lisboa

MESTRADO EM DIREITO E GESTÃO



UNIVERSIDADE  
CATÓLICA  
PORTUGUESA

# Os deveres jurídicos das Instituições Financeiras ao abrigo do SFDR

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

Ana Mafalda Cordeiro

Dissertação de Mestrado em Direito e Gestão  
sob orientação do Professor Dr. Paulo Câmara

Lisboa

30 de Novembro de 2022

## *Agradecimentos*

*À minha família, aos meus pais e irmãos, que por muito têm passado nos últimos meses, e mesmo assim nunca deixaram de me apoiar.*

*A vossa força será sempre uma inspiração.*

*Ao Professor Dr. Paulo Câmara, que me encaminhou para a direção certa e me orientou de forma incansável durante este percurso, não poderia estar mais grata.*

*Aos meus amigos, que me acompanharam nas diferentes fases de aprendizagem, e aos meus colegas de trabalho, por todo o apoio.*

*Em memória de dois pilares fundamentais da minha vida, que já partiram, embora todos os dias continuem presentes.*

*O vosso orgulho será sempre uma motivação.*

*“Foi o tempo que dedicaste à tua rosa que a fez tão importante”*

*Antoine de Saint-Exupéry*

**Nota:**

Salvo se do contexto resultar fonte diversa, todas as normas citadas sem indicação da respetiva fonte reportam-se ao Regulamento SFDR - Regulamento (UE) 2019/2088 do Parlamento Europeu e do Conselho de 27 de novembro de 2019, na sua versão mais recente.

As referências aos RTS são relativas aos *Regulatory Technical Standards* (regras de nível 2) que consagram as medidas de execução que complementam o Regulamento SFDR, consubstanciando-se, deste modo, em referências ao Regulamento Delegado (UE) 2022/1288 da Comissão, de 6 de abril de 2022.

As referências ao TR são concernentes ao Regulamento da Taxonomia, aplicável aos intervenientes no mercado financeiro, que estabelece os critérios para determinar se um investimento é sustentável do ponto de vista ambiental, complementando os requisitos de divulgação consagrados no Regulamento SFDR. Deste modo, todas as referências a TR ou a Regulamento da Taxonomia devem ser entendidas como referências ao Regulamento (UE) 2020/852 do Parlamento Europeu e do Conselho de 18 de junho de 2020.

No mais, o escopo do trabalho centra-se na análise aos deveres dos intervenientes no mercado financeiro, sendo que, salvo referência específica aos consultores financeiros, deve entender-se que os deveres são relativos aos intervenientes no mercado financeiro.

**Resumo:** O escopo deste trabalho prende-se com a análise aos deveres jurídicos das instituições financeiras ao abrigo do Regulamento SFDR, que estabelece requisitos harmonizados de transparência aplicáveis aos intervenientes no mercado financeiro e aos consultores financeiros no que diz respeito à integração dos riscos em matéria de sustentabilidade, bem como à consideração dos principais impactos negativos para a sustentabilidade nos seus processos. Com efeito, consagram deveres de informação relacionadas com a sustentabilidade a nível da entidade e dos produtos financeiros, que devem ser divulgados no âmbito das informações pré-contratuais, nos relatórios periódicos, e nos sítios Web.

**Palavras-chave:** Regulamento SFDR, ESG, instituições financeiras, intervenientes no mercado financeiro, consultores financeiros, sustentabilidade, produtos financeiros, ambiente, *governance*, políticas de remuneração, deveres de informação, transparência, risco em matéria de sustentabilidade, fatores de sustentabilidade, investimento sustentável, principais impactos negativos para a sustentabilidade, Taxonomia, RTS.

**Abstract:** The scope of this paper is to analyse the legal obligations of financial institutions under the SFDR Regulation, which establishes harmonised transparency requirements for financial market participants and financial advisors regarding the integration of sustainability risks, as well as the consideration of key negative impacts for sustainability in their processes. Regarding this, they enshrine sustainability-related disclosure obligations at entity and financial product level, which must be disclosed as part of pre-contractual information, in periodic reports, and on websites.

**Keywords:** SFDR Regulation, ESG, financial institutions, financial market participants, financial advisors, sustainability, financial products, environment, governance, remuneration policies, sustainability disclosure, transparency duties, sustainability risk, sustainability factors, sustainable investment, adverse sustainability impacts, principal adverse impacts, PAI, Taxonomy, RTS.

## Índice

<b>Abreviaturas .....</b>	<b>7</b>
<b>Enquadramento .....</b>	<b>9</b>
<b>I - Deveres Jurídicos em matéria de Gestão de Risco .....</b>	<b>11</b>
<b>II - Deveres jurídicos relativos às Políticas de Remuneração.....</b>	<b>21</b>
<b>III - Deveres jurídicos relativos aos Principais Impactos Negativos sobre os fatores de sustentabilidade .....</b>	<b>30</b>
<b>IV - Deveres jurídicos de Informação e Classificação de Produtos Financeiros ....</b>	<b>39</b>
<b>Conclusões .....</b>	<b>50</b>
<b>Bibliografia.....</b>	<b>53</b>
<b>Relatórios Oficiais e outros elementos relevantes.....</b>	<b>55</b>

## Abreviaturas

**Al.-** Alínea(s)

**Art. (arts.)-** Artigo(s)

**BCE-** Banco Central Europeu

**BIS-** *Bank of International Settlement*

**CE-** Comissão Europeia

**Cfr.-** Confrontar

**CMVM-** Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

**CSDD-** *Corporate Sustainability Due Diligence*, Proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa ao dever de diligência das empresas em matéria de sustentabilidade e que altera a Diretiva (UE) 2019/1937

**CSRD-** *Corporate Sustainability Reporting Directive*, 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) n.º 537/2014, no que respeita à comunicação de informações sobre a sustentabilidade das empresas

**EBA-** *European Banking Authority*, na sigla inglesa, e Autoridade Bancária Europeia;

**Ed.** - Edição

**EIOPA-** *European Insurance and Occupational Pensions Authority*, na sigla inglesa, e em português Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma;

**ESAs-** *European Supervisory Authorities*, Autoridades Europeias de Supervisão (ESMA, EBA, EIOPA)

**ESMA-** *European Securities and Markets Authority*, na sigla inglesa, e em português, Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados

**ESG-** *Environmental, Social and Governance*

**FSB-** *Financial Stability Board*

**Ibid.-** *Ibidem* (do mesmo autor da obra citada imediatamente antes)

**I.e.** – Isto é

**JO-** Jornal Oficial da União Europeia

**NGFS-** *Network for Greening the Financial System*

**OCDE** - Organização de Cooperação e de Desenvolvimento Económicos

**Op. cit.**- *Opus citatum* (obra citada)

**P. (pp.)**- Página(s)

**PLANO DE AÇÃO**- Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho Europeu, ao Conselho, ao Banco Central Europeu, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões: *Plano de Ação: Financiar um crescimento sustentável*, de 8 de março de 2018

**PME**- Pequenas e médias empresas

**PRI**- Princípios para o Investimento Responsável apoiados pelas Nações Unidas

**RTS**- *Regulatory Technical Standards*, Normas Técnicas Regulatórias

**SFDR**- *Sustainable Finance Disclosure Regulation*, 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, alterado pelo Regulamento (UE) 2020/852 do Parlamento Europeu e do Conselho de 18 de junho de 2020.

**Ss.**- e seguintes.

**TR ou Regulamento da Taxonomia**- *Taxonomy Regulation*, 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, e que altera o Regulamento (UE) 2019/2088.

**UE**- União Europeia

**UNGP's**- Princípios Orientadores das Nações Unidas sobre Empresas e Direitos Humanos, na sigla inglesa

**SRD**- *Shareholders Rights Directive*, Diretiva 2007/36/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de Julho de 2007, relativa ao exercício de certos direitos dos accionistas de sociedades cotadas

**SRD II**- *Shareholders Rights Directive II*, Diretiva (UE) 2017/828, de 17 de maio de 2017, que altera a Diretiva 2007/36/CE no que se refere aos incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo

**V.**- Vide

**WEF**- *World Economic Forum*

## Enquadramento

Vivemos tempos de transformação no setor financeiro. A sustentabilidade tornou-se um imperativo na economia mundial, que se encontra a caminhar para um futuro sustentável. A visão de curto prazo seguida pelos investidores, a gestão passiva por parte dos investidores institucionais, a crise social provocada pela pandemia COVID-19, e, mais recentemente, a guerra na Ucrânia e a crise mundial que se avizinha como resultado da inflação, são alguns dos fatores que têm evidenciado a urgência de prosseguir rumo a uma trajetória sustentável. A acrescer, as consequências das alterações climáticas e da escassez dos recursos, imprevisíveis e desastrosas, obrigam a uma mudança urgente nas políticas públicas, de forma a serem capazes de fazer face a estes desafios.

O escopo deste trabalho prende-se com os deveres das instituições financeiras ao abrigo do Regulamento SFDR. O SFDR estabelece requisitos harmonizados de transparência aplicáveis aos intervenientes no mercado financeiro e aos consultores financeiros relativos à integração dos riscos em matéria de sustentabilidade e à consideração dos principais impactos negativos para a sustentabilidade nos seus processos, e bem assim, à divulgação de informações relacionadas com a sustentabilidade a nível dos produtos financeiros<sup>1</sup>.

Na aceção do SFDR, consideram-se como intervenientes no mercado financeiro as entidades previstas no ponto 1) do art. 2.º, compreendendo as entidades que criam produtos financeiros<sup>2</sup>. Por outro lado, são tidas como consultores financeiros as entidades referidas nas alíneas do ponto 11) do art. 2.º, englobando as entidades que prestam consultoria para investimento ou aconselhamento em matéria de seguros.

Com efeito, em função da natureza da atividade em questão, serão abrangidos pelas regras dos intervenientes no mercado financeiro quando a atividade esteja relacionada com a criação de produtos financeiros, e, em adição, pelas regras que recaem sobre os consultores financeiros quando a atividade em causa represente atividades de consultoria para investimento ou aconselhamento em matéria de seguros<sup>3</sup>.

Naturalmente, esta abordagem justifica-se pela própria natureza das suas atividades, em virtude do papel central que os intervenientes no mercado financeiro assumem nas decisões de investimento, porquanto decidem em nome dos investidores finais (*decision-*

---

<sup>1</sup> Art. 1.º.

<sup>2</sup> V. Definição de produto financeiro, no ponto 12) do art. 2.º.

<sup>3</sup> V. Considerando 7.

*making role*), ao passo que os consultores financeiros apenas recomendam e aconselham, cabendo ao investidor a tomada de decisão de investimento (*decision-influencing role*)<sup>4</sup>.

Os intervenientes no mercado financeiro assumem um papel primordial neste campo. Se, a um tempo, as suas decisões de investimento podem ter impactos negativos sobre os fatores de sustentabilidade, a outro tempo, a consideração dos fatores de sustentabilidade nos seus processos de decisão de investimento pode trazer muitos benefícios, que não se ficam pelos mercados financeiros, mas na estabilidade de todo o sistema financeiro. A esta luz, o SFDR visa fomentar uma maior transparência e reduzir as assimetrias de informação nas relações mandante-mandatário, reforçando a proteção dos investidores finais. Nesta medida, é fulcral que divulguem informações específicas acerca das suas abordagens a respeito da integração dos riscos em matéria de sustentabilidade e à consideração dos impactos negativos para sustentabilidade, visando-se que promovam decisões de investimento sustentáveis.

A este título, o SFDR consagra uma definição de investimento sustentável, considerando-se um investimento numa atividade económica que contribuiu para um objetivo ambiental, de natureza social, contanto que tais investimentos não prejudiquem significativamente nenhum desses objetivos e sob a condição de as empresas beneficiárias do investimento empregarem práticas de boa governação<sup>5</sup>.

Como notado, o objetivo do SFDR consiste no reforço da proteção dos investidores finais e no aperfeiçoamento da divulgação das informações a estes dirigidas<sup>6</sup>, procurando que os riscos em matéria de sustentabilidade e a consideração dos principais impactos negativos para a sustentabilidade estejam sempre no centro das suas decisões. Abaixo veremos de que modo estes objetivos são alcançados.

---

<sup>4</sup> V. CÂMARA, Paulo, *The Systemic Interaction Between Corporate Governance and ESG*, in: CÂMARA, Paulo/MORAIS, Filipe, *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*, 2022, pp. 11-12.

<sup>5</sup> Art. 2.º, ponto 17).

<sup>6</sup> V. Considerando 35.

## I - Deveres Jurídicos em matéria de Gestão de Risco

Impendem sobre os intervenientes no mercado financeiro vários deveres nos seus processos de tomada de decisão, designadamente deveres de informação, diligência e organização. Não obstante, o seu dever primordial consiste em agir no interesse dos seus investidores.

No âmbito do seu dever de atuar no interesse dos investidores finais, resulta do Considerando 12 que os intervenientes no mercado financeiro devem integrar nos seus processos de investimento “*não só todos os riscos financeiros pertinentes, mas também todos os riscos relevantes em matéria de sustentabilidade, que possam ter um impacto negativo significativo sobre o retorno financeiro de um investimento*”<sup>7</sup>, e avaliar continuamente a relevância dos mesmos.

Neste quadro, o artigo 3.º, n.º 1 determina que publiquem nos seus respetivos sítios Web informações alusivas às suas políticas “*sobre a integração dos riscos em matéria de sustentabilidade no seu processo de tomada de decisões de investimento*”<sup>8</sup>. Com efeito, o art. 3.º consagra um dever de divulgação a nível da entidade, i.e., para todos os intervenientes no mercado financeiro, impondo que especifiquem nas suas políticas a forma como integram os riscos em matéria de sustentabilidade, devendo publicá-las no seu *website*.

Para uma compreensão clara deste enquadramento normativo, importa atender preliminarmente à definição de riscos em matéria de sustentabilidade. Na aceção do ponto 22) do art. 2.º, entende-se por riscos em matéria de sustentabilidade “*um acontecimento ou condição de natureza ambiental, social ou de governação cuja ocorrência é suscetível de provocar um impacto negativo significativo efetivo ou potencial no valor do investimento*”<sup>9</sup>.

Os riscos em matéria de sustentabilidade representam uma ameaça para todo o sistema financeiro. Os riscos ESG<sup>10</sup> foram considerados pela CMVM como um dos três

---

<sup>7</sup> Considerando 12, *in fine*.

<sup>8</sup> Art. 3.º, n.º 1.

<sup>9</sup> Ponto 22) do art. 2.º. V. Considerando 14, que acrescenta a esta definição o seguinte: “*conforme especificado na legislação setorial, em particular nas Diretivas 2009/65/CE, 2009/138/CE, 2011/61/UE, 2013/36/UE, 2014/65/UE, (UE) 2016/97 e (UE) 2016/2341 ou nos atos delegados e normas técnicas de regulamentação adotados em aplicação das referidas diretivas.*”

<sup>10</sup> “*Os riscos ESG incluem os associados às externalidades negativas que a atividade humana tem no ambiente (E), na sociedade (S) e na governação das empresas (G), e que não estão devidamente refletidas nos mercados financeiros.*” Cfr. CMVM, *Risk Outlook* | 2022, pp.12-13

riscos principais para 2022, assinalados como risco elevado, com tendência para aumentar<sup>11</sup>. Mais especificamente, dos riscos relacionados com as alterações climáticas, apelidados por MARK CARNEY como “*a tragédia do horizonte*”<sup>12</sup>, podem resultar direta ou indiretamente vários riscos sociais ou de governação. Os desafios das alterações climáticas afetam o nosso sistema económico e financeiro, sendo mesmo um risco para toda a humanidade. A UE, na senda do Acordo de Paris, cujo objetivo é manter a temperatura média inferior a 2.º C (e, se possível, a 1,5º C) abaixo dos níveis pré-industriais, tem envidado os melhores esforços para cumprir estes objetivos, colocando a transição para uma economia sustentável no topo das suas prioridades.

O sistema financeiro tem um papel central a desempenhar para traçar o caminho para uma economia mais verde e sustentável. O Plano de Ação da CE sustenta que “*a inclusão de objetivos ambientais e sociais no processo de tomada de decisões financeiras visa limitar o impacto financeiro dos riscos sociais e ambientais. Um aumento das temperaturas no planeta em 2 graus centígrados poderia ter efeitos desestabilizadores sobre a economia e o sistema financeiro da Europa*”<sup>13</sup>.

Neste sentido, os riscos ambientais compreendem os riscos a que os intervenientes nos mercados financeiros estão sujeitos pela sua exposição aos riscos físicos e de transição causados pelas alterações climáticas, que possam potencialmente afetar negativamente os seus investimentos. Os riscos ambientais<sup>14</sup> têm sido entendidos, em regra, em função de duas categorias de riscos financeiros: riscos físicos e os riscos de transição.

Há quem entenda que existe uma terceira categoria, apelidada de riscos de responsabilidade (*liability risks*), resultantes do aumento de ações judiciais de partes que sofreram de riscos ambientais<sup>15</sup>. Não obstante, iremos abordar os riscos de

---

<sup>11</sup> *Ibid*, p. 4.

<sup>12</sup> Cfr. CARNEY, Mark, *VALUE(S), Building a better world for all*, 2021, p. 285, “*Climate change is the tragedy of the horizon*”. A propósito da crise climática, V. capítulo 11 deste livro.

<sup>13</sup> Cfr, Plano de Ação, p. 4.

<sup>14</sup> MAFALDA DE SÁ salienta que os riscos financeiros derivados dos fatores ESG devem abranger todos os riscos ambientais, e não apenas os riscos provocados pelas alterações climáticas, ao contrário do que acontecia anteriormente. V. SÁ, Mafalda de, *ESG And Banks: Towards Sustainable Banking In The European Union*, in: CÂMARA, Paulo/MORAIS, Filipe, *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*, p. 377. Concordando com esta posição, iremos referir-nos apenas a riscos ambientais, de forma a compreender todos os riscos ambientais, incluindo os riscos relativos às alterações climáticas.

<sup>15</sup> Cfr. LOVISOLO, Sara, *Climate Change as a Threat to Financial Stability: Can Solutions to This Problem Accelerate the Transition to a Low-Carbon Economy? A Critical Review of Policy and Market-Based Approaches*, in: BUSCH, Danny, et al. (eds.), *Sustainable Finance in Europe*, EBI Studies in Banking and Capital Markets Law, 2021, p. 261, e ainda SÁ, Mafalda de, op.cit., p. 377. V. FSB, *Proposal for a disclosure task force on climate-related risks*, November 2015, p. 1, e ainda EBA, *Report on Management and Supervision of ESG Risks for Credit Institutions and Investment Firms*, 2021, p. 39.

responsabilidade como riscos físicos que se poderão manifestar como riscos de responsabilidade.

Os riscos físicos referem-se aos impactos financeiros das alterações climáticas, desde a degradação ambiental ao aumento da frequência e da agressividade dos fenómenos meteorológicos extremos. Seca, incêndios, tempestades de areia, furacões e cheias, poluição do ar, da água e dos solos: todos os dias vemos notícias destas vindas do mundo inteiro.

O risco físico pode ser considerado como agudo quando tem origem em eventos extremos, como por exemplo inundações, secas e tempestades. Por outro lado, pode ser considerado como crónico quando a sua origem está ligada a mudanças progressivas, nomeadamente ao aumento dos níveis de água do mar e das temperaturas, pressão sobre recursos hídricos, alteração do uso do solo, escassez de recursos, perda de biodiversidade, destruição de *habitats*, entre outros<sup>16</sup>.

Todas estas situações podem resultar, desde logo, em danos patrimoniais e diminuições da produtividade, ou já de forma indireta, podem determinar fortes perturbações nas cadeias de oferta. Estes riscos não se ficam apenas pelas cadeias de valor, podendo ainda destruir os bens e os meios de subsistência de muitas famílias e sociedades, e, sobretudo, ameaçar sistemas naturais e humanos. Por conseguinte, são aptos a afetar o valor dos ativos financeiros e das garantias das instituições financeiras, e, portanto, todo o sistema financeiro.

No que diz respeito aos riscos de transição, estes referem-se às perdas financeiras que uma instituição possa ter ao implementar políticas para prevenir e fazer face aos riscos físicos, quer direta ou indiretamente. Este processo de ajustamento para transitar para uma economia hipocarbónica e mais sustentável, através da alteração de políticas e implementação de novas tecnologias e a consequente obsolescência das anteriores representa custos bastante elevados.

São também considerados como riscos de transição as mudanças de sentimento e de preferências dos consumidores e dos investidores, tanto na oferta como na procura, principalmente nas gerações mais novas. A acrescer, o risco de ativos encalhados resultantes da transição para uma economia hipocarbónica representam uma fonte de preocupação, levando à sua reavaliação e obsolescência. Por esta razão, ao ficarem encalhados, as instituições financeiras com exposições diretas a setores com elevados

---

<sup>16</sup> Cfr. BCE, *Guia sobre Riscos Climáticos e Ambientais*, 2020, p. 11.

riscos ambientais (como por exemplo, minas, petrolíferas, gás) sofrerão riscos acrescidos<sup>17</sup>. Sem embargo, até lá, estes setores serão também alvo de diversas imposições legislativas e tributárias, razão pela qual as instituições com exposições nestes setores devem calcular já o risco numa perspetiva de curto prazo.

De salientar que, quanto mais tardia e abrupta for a mudança, maior será o aumento dos custos de transição. Como sustenta ANTONIO LUCA RISO, existe uma relação inversa entre estas duas categorias de risco, na medida em que uma implementação tardia de medidas que previnam os riscos físicos implica custos de transição superiores, ao contrário do que sucede quando são aplicadas atempadamente, representando custos de transição muito inferiores<sup>18</sup>.

Neste quadro, e de forma não só a prevenir as consequências dos riscos ambientais, mas também pretendendo suavizar os impactos que os mesmos possam ter, é crucial e imprescindível ações legislativas que obriguem desde logo as instituições e toda a economia a adaptar-se. Urge tomar medidas, uma vez que as alterações climáticas não são um risco futuro distante. Tem sido cada vez mais tangível e já começou a transformar a vida humana e não humana na Terra, embora os piores impactos ainda estejam por vir<sup>19</sup>.

Para as instituições financeiras, os riscos ambientais podem materializar-se diretamente, através das suas exposições às empresas e às famílias que sofrerão os impactos, bem como aos governos, e ainda de forma indireta, emergindo das alterações e disrupções nos sistemas biológicos e ecológicos, e a todos os impactos na economia. Pese embora a tendência que os bancos, em particular, têm de analisar e medir os riscos para um curto espaço de tempo<sup>20</sup>, os riscos de sustentabilidade devem ser considerados já.

Os riscos de sustentabilidade têm um potencial impacto na resiliência do modelo de negócio de uma instituição a curto e a longo prazo, afetando especialmente as instituições cujos modelos de negócio estejam dependentes de setores ou mercados especialmente vulneráveis a estes riscos. Por conseguinte, podem resultar em maiores perdas financeiras.

---

<sup>17</sup> Cfr. SANTOS, Filipe Duarte, *Alterações Climáticas*, 2021, p. 49. O Autor dá como exemplo o caso das grandes petrolíferas, “que continuam a investir na procura de novos jazigos de petróleo, os quais poderão não vir a ser explorados devido à transição energética”.

<sup>18</sup> Cfr. RISO, Antonio Luca, Which Role for the Prudential Supervision of Banks in Sustainable Finance?, in: BUSCH, Danny, et al. (eds.), *Sustainable Finance in Europe*, op. cit., pp. 281-284.

<sup>19</sup> BOLTON, Patrick, et. al., *The green swan Central banking and financial stability in the age of climate change*, p. 21. O Estudo refere que os impactos das alterações climáticas representam num desafio para os bancos centrais, os reguladores e os supervisores.

<sup>20</sup> Cfr. RISO, Antonio Luca, op. cit., p. 283.

Os riscos em matéria de sustentabilidade afetam toda a atividade económica, e consequentemente, o sistema financeiro<sup>21</sup>. As alterações climáticas não representam apenas uma ameaça económica, podendo destruir outros valores, como a biodiversidade e comunidades, valores cruciais que não são explicitamente valorados financeiramente, como afirma MARK CARNEY<sup>22</sup>. Em adição, as alterações climáticas representam um perigo para a saúde humana, prevendo-se um aumento da incidência de doenças<sup>23</sup>. Prevê-se que levem a um aumento das migrações forçadas, com deslocações de massas de refugiados do clima, estimando-se que possam levar a que 216 milhões de pessoas sejam forçadas a migrar das suas terras até 2050, em apenas 3 décadas<sup>24</sup>. Podem ainda levar ao aumento do risco de conflito, na procura por recursos, como água, terrenos ou energia, tanto intra como interestadual<sup>25</sup>. No mais, prevê-se que as consequências serão piores nos países e nas comunidades mais pobres, que são as mais vulneráveis em termos sociais e económicos<sup>26</sup>. Com efeito, os impactos das alterações climáticas nas instituições terão um efeito direto em toda a economia, e, em consequência, no bem-estar da população.

Os riscos físicos e de transição não representam novas categorias de riscos financeiros, podendo manifestar-se nos riscos financeiros já vigentes: nos riscos de mercado, riscos de crédito, riscos de liquidez, riscos operacionais, e riscos de responsabilidade<sup>27</sup>.

Os riscos de mercado podem resultar de eventos físicos graves, bem como de riscos de transição, dando origem a alterações das expectativas do mercado e implicando uma reavaliação abrupta no valor dos ativos financeiros, com impacto nos balanços financeiros dos intervenientes nos mercados financeiros.

Os riscos de crédito podem ter origem também em riscos físicos e transacionais, na medida em que afetem a capacidade de cumprimento dos devedores e a depreciação dos ativos dados como garantia, sendo o risco especialmente intensificado quando a contraparte for de um setor ou de uma zona geográfica vulneráveis a riscos físicos.

---

<sup>21</sup> Sobre a forma como os riscos ambientais se tornam também em riscos financeiros, V. NGFS, *Overview of Environmental Risk Analysis by Financial Institutions*, 2020, pp. 4-36.

<sup>22</sup> Cfr. CARNEY, Mark, op. cit., p. 275.

<sup>23</sup> Cfr. McMICHAEL, Tonny, *Health risks, present and future, from global climate change*, 2012.

<sup>24</sup> Cfr. CLEMENT, Viviane, et al., *Groundswell Part 2: Acting on Internal Climate Migration*. World Bank, 2021, p.10.

<sup>25</sup> Cfr. CARNEY, Mark, op. cit., p. 282.

<sup>26</sup> *Ibid.*

<sup>27</sup> Cfr. GRÜNEWALD, Seraina, *Climate Change as a Systemic Risk in Finance: Are Macroprudential Authorities Up to the Task?*, in: : BUSCH, Danny, et al. (eds.), *Sustainable Finance in Europe*, op. cit., pp. 229-231. V. BCE, *Guia sobre Riscos Climáticos e Ambientais*, 2020, pp. 11-13.

Por seu turno, os riscos de liquidez podem emergir dos riscos de transição, quando afetem a vulnerabilidade de segmentos ou modelos de negócio, e ainda dos riscos físicos, principalmente para as instituições localizadas em áreas afetadas por eventos físicos graves, podendo sofrer graves e repentinos fluxos de saída de caixa, no caso de os clientes levantarem o dinheiro depositado para fazer face aos danos, e deixarem de investir. A acrescer, quando os balanços das instituições financeiras forem afetados por riscos de crédito ou riscos de mercado poderão não conseguir refinanciar-se em curto prazo<sup>28</sup>.

Os riscos operacionais podem resultar de riscos físicos, na medida em que as operações da instituição sejam afetadas pela sua exposição direta a eventos físicos graves, que danifiquem a sua propriedade e consequentemente afetem as suas operações. Não obstante, os riscos transacionais podem também conduzir a riscos operacionais, nomeadamente com as alterações de sentimento e preferências dos consumidores em relação à sustentabilidade, podendo eclodir em riscos reputacionais para as instituições<sup>29</sup>. Os riscos reputacionais podem surgir muito repentinamente numa empresa, levando a uma mudança do sentimento do mercado que conduzirá a um impacto financeiro negativo das instituições.

Os riscos de responsabilidade decorrem de litígios, sanções e/ou ações judiciais por responsabilidades jurídicas por danos causados a terceiros (contrapartes), como clientes, emitentes ou devedores. Por exemplo, no caso de seguradoras, é de fácil perceção a ameaça que os riscos de responsabilidade poderão representar. A par disso, tem sido crescente o número de organizações que tem processado bancos e/ou empresas por danos ambientais; deste modo, o valor dos investimentos e a reputação das instituições financeiras é abalada por investirem nestas empresas. No mais, ao investirem em produtos com um impacto negativo para a sustentabilidade as instituições estão a correr riscos de responsabilidade e reputacionais muito substanciais. Desta feita, as instituições financeiras deverão considerar os riscos de sustentabilidade nas decisões de investimento e políticas de risco, sob pena de correrem riscos de responsabilidade e reputacionais.

Concluindo, os riscos de sustentabilidade podem ter um impacto negativo para as instituições financeiras, consubstanciam-se em riscos financeiros, e, por conseguinte, em riscos prudenciais, sendo apelidados de “*green swan risks*”, eventos climatéricos

---

<sup>28</sup> Cfr. GRÜNEWALD, Seraina, op. cit., p. 230.

<sup>29</sup> O BCE analisa os riscos de responsabilidade e os riscos reputacionais como riscos operacionais, V. BCE, *Guia sobre riscos climáticos e ambientais*, 2020, op. cit., p.13. Em oposição, V. SÁ, Mafalda de, op. cit., p. 378, que considera os riscos de responsabilidade como uma categoria de risco diferente, e insere os riscos reputacionais nos riscos operacionais.

potencialmente e extremamente perturbadores financeiramente que possam estar por detrás da próxima crise financeira sistémica<sup>30</sup>.

Não obstante a alarmante ameaça dos riscos ambientais, que indubitavelmente têm uma importância significativa devido às implicações que terão nos riscos sociais e de governação, é fundamental entender os riscos de sustentabilidade em sentido amplo, i.e., tomando em consideração os riscos ambientais, sociais e de governação. Pese embora a inquestionável preponderância dos riscos ambientais, a sustentabilidade deve ser encarada em sentido amplo, abarcando também vários riscos sociais e de governação<sup>31</sup>.

A EBA, na sua atividade regulatória, analisa os riscos de sustentabilidade como um todo, definindo os riscos ESG como os riscos resultantes de qualquer impacto negativo financeiro na instituição resultante dos impactos atuais ou prospetivos dos fatores ESG nas suas contrapartes ou nos ativos financeiros investidos. A este título, dependendo das áreas de negócio, podem ser consideradas como contrapartes devedoras, clientes ou emitentes, consoante a atividade em questão<sup>32</sup>.

Pese embora seja mais difícil prever os riscos sociais e de governação, porquanto são mais difíceis de categorizar e conseqüentemente de encontrar referências sobre os mesmos, a EBA deu passos importantes no sentido da integração destes riscos na análise dos riscos de sustentabilidade como um todo<sup>33</sup>.

No que toca aos riscos sociais, estes podem emergir dos próprios riscos ambientais, em especial na migração e nas condições de trabalho. A falta de implementação de políticas e práticas sociais, tais como regras antidiscriminação, de combate ao assédio, regras de direito do trabalho e segurança, respeito pelos direitos humanos, poderão conduzir a riscos de responsabilidade e reputacionais, e, por conseguinte, afetar o risco de crédito e até mesmo o risco reputacional das próprias instituições financeiras. Todavia, a análise dos mesmos é substancialmente exigente, na medida em que variam de acordo com o contexto de cada empresa, com a sua atividade e dimensão, e ainda na comunidade onde operam. Deste modo, como afirma PAULO

---

<sup>30</sup> Cfr. BOLTON, Patrick, et. al., op. cit., p. 3.

<sup>31</sup> V. WEF, *The Global Risks Report 2022*, p. 93, que identifica vários riscos globais que representam uma ameaça para o futuro, sendo os ambientais e sociais que levantam maiores preocupações.

<sup>32</sup> EBA, *Report on Management and Supervision of ESG Risks for Credit Institutions and Investment Firms*, 2021, p. 33.

<sup>33</sup> No que toca a análise dos riscos sociais e de governação, V. *Ibid*, pp. 43-49.

CÂMARA, os índices de vulnerabilidade sociais deverão ter em consideração as variações específicas e espaciais de cada empresa<sup>34</sup>.

Finalmente, no que concerne aos riscos de governação, estes emergem de práticas de governação inadequadas adotadas pelas contrapartes, podendo surgir de qualquer parte dos sistemas de governação<sup>35</sup>. Poderão resultar de fracos e ineficazes mecanismos de fiscalização, políticas e códigos de conduta e políticas de remuneração deficitários, bem como de falta de avaliação do desempenho societário. São ainda exemplos a falta de análise de potenciais conflitos de interesses, a falta de regras de transparência, ou a falta de ação no combate ao branqueamento de capitais e financiamento do terrorismo<sup>36</sup>. A outro tempo, os próprios riscos ambientais podem fomentar riscos de governação, caso a administração não esteja a gerir os riscos ambientais e sociais. Neste sentido, a forma como o órgão de administração gere os riscos e as oportunidades inerentes ao clima é também um risco de governação. No mais, da falta de consideração dos riscos de governação poderão advir consequências financeiras e não financeiras, implicando riscos de crédito e reputacionais para as instituições financeiras.

Em suma, os riscos de sustentabilidade, entendidos nos três fatores, manifestam-se e consubstanciam-se em vários riscos para as instituições financeiras. Sem embargo, quando os riscos de sustentabilidade se materializam, os seus efeitos escalam rapidamente para todo o sistema financeiro. Tanto os riscos físicos como os riscos de transição (especialmente quando a transição é implementada de forma abrupta) podem implicar um reajustamento do valor dos ativos financeiros. Em adição, o próprio sistema financeiro poderá amplificar alguns dos efeitos, como por exemplo através de comportamentos individuais dos intervenientes nos mercados financeiros que no seu conjunto podem repercutir os efeitos para todo o sistema financeiro e para a economia<sup>37</sup>.

Neste quadro, os riscos de sustentabilidade são uma ameaça para o sistema económico e financeiro mundial, decorrente dos efeitos disruptivos que poderão causar em quase todos os setores económicos, assumindo-se como um risco sistémico<sup>38</sup>. Com

---

<sup>34</sup> Cfr. CÂMARA, Paulo, *The Systemic Interaction Between Corporate Governance and ESG*, in: CÂMARA, Paulo/MORAIS, Filipe, *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*, op.cit., p. 33.

<sup>35</sup> *Ibid.*

<sup>36</sup> Cfr. SÁ, Mafalda de, op. cit., p. 379.

<sup>37</sup> Sobre a forma como os riscos se podem transmitir e serem amplificados pelo mercado, V. FSB, *The Implications of Climate Change for Financial Stability*, 2020, pp. 17-25.

<sup>38</sup> V. Relatório do Comité Europeu do Risco Sistémico, GROS, Daniel, et. al., *Too late, too sudden: Transition to a low-carbon economy and systemic risk*, Nº 6, Reports of the Advisory Scientific Committee, 2016; NGFS, *The Macroeconomic and Financial Stability Impacts of Climate Change*, 2020.

efeito, o sistema financeiro não só se deve adaptar, como também deve assumir um papel importante na transição para um mundo mais sustentável.

As instituições financeiras têm a capacidade de canalizar os seus fluxos financeiros para atividades e setores mais sustentáveis, devendo integrar os riscos em matéria de sustentabilidade na sua cultura de risco, considerando-os nas suas políticas e nas suas decisões, e, em consequência, influenciando as empresas a adaptarem-se a esta nova realidade, a par dos investidores finais.

Conforme referido, o SFDR impõe que os intervenientes nos mercados financeiros divulguem informações sobre a integração dos riscos em matéria de sustentabilidade, de modo a aumentar a transparência e permitir aos investidores finais tomar decisões de investimento informadas. Com este propósito, exige que integrem os riscos relevantes em matéria de sustentabilidade nos seus processos de tomada de decisões de investimento, sempre que sejam significativos ou potencialmente significativos, devendo incluir os aspetos organizacionais, de gestão de risco e de governação desses processos. As informações destas políticas devem ser publicadas nos seus sítios Web<sup>39</sup>.

A esta luz, ao prever no art. 3.º um dever jurídico para os intervenientes no mercado financeiro de integrar os riscos em matéria de sustentabilidade nos seus processos de decisão de investimento, já não podem ser invocadas razões de desempenho financeiro para a não integração dos riscos de sustentabilidade<sup>40</sup>.

De forma a garantir a fiabilidade das informações publicadas nos seus sítios Web, as informações publicadas devem estar atualizadas, exigindo-se que em caso de alteração das mesmas seja publicada uma explicação clara dessa alteração no mesmo sítio Web<sup>41</sup>.

Analisada que está a obrigação de divulgação constante no art. 3.º, cumpre atentar no art. 6.º, que, por seu turno, trata da transparência no que diz respeito à integração dos riscos em matéria de sustentabilidade a nível do produto financeiro.

A fim de garantir uma maior transparência, e nesse sentido, permitindo aos investidores finais tomarem decisões de investimento mais informadas, o art. 6.º consagra deveres jurídicos no âmbito da divulgação de informações pré-contratuais.

Caso considerem que os riscos em matéria de sustentabilidade não são relevantes, os intervenientes no mercado financeiro devem incluir nas descrições supramencionadas

---

<sup>39</sup> Considerando 23 e art. 3.º, n.º 1.

<sup>40</sup> Cfr. CHIU, Iris H-Y, *Building a Single Market for Sustainable Finance in the EU- Idealism, Policy and Mixed Messages*, 2020, p. 6.

<sup>41</sup> Art. 12.º, n.º 1 e Considerando 26.

“*uma explicação clara e concisa das razões para tal*”. Estamos, portanto, perante uma abordagem de *comply or explain*, na medida em que, feita a avaliação do risco e se considerarem que os riscos não são relevantes, devem explicar a razão para tal.

Com efeito, exige-se que realizem um teste sobre a relevância dos riscos em matéria de sustentabilidade, que determinará o conteúdo da divulgação. Neste âmbito, caso a avaliação dos riscos em matéria de sustentabilidade conclua que os riscos são pertinentes, deverão divulgar em que medida estes riscos podem influenciar o desempenho do produto financeiro, em termos quantitativos ou qualitativos. Caso a avaliação conclua que não existem riscos suscetíveis de causar impacto no produto, terão de fundamentar a sua conclusão.

Releva ainda mencionar que, para cada produto financeiro, os consultores financeiros devem introduzir na sua divulgação de informações pré-contratuais as divulgações dos intervenientes no mercado financeiro a respeito desse produto, i.e., as avaliações de risco em matéria de sustentabilidade, bem como as divulgações de informações pré-contratuais feitas pelos intervenientes no mercado financeiro<sup>42</sup>.

Em suma, o art. 3.º e o art. 6.º consagram deveres jurídicos em matéria de gestão de risco. Estas regras de divulgação conduzem a um aumento da transparência nos processos de decisão, e, por conseguinte, permitem aos investidores finais tomar uma decisão mais fundamentada.

Por outro lado, conduz a que os intervenientes no mercado financeiro analisem e integrem os riscos em matéria de sustentabilidade na sua gestão de risco, o que é crucial para a sua resiliência, para os investidores finais e, em última análise, para todo o sistema financeiro. No mais, ao considerarem os fatores de sustentabilidade nos seus processos de tomada de decisão de investimento estão também a aumentar a resiliência da economia real e a própria estabilidade do sistema financeiro<sup>43</sup>.

---

<sup>42</sup> Considerando 15.

<sup>43</sup> Considerando 19.

## II - Deveres jurídicos relativos às Políticas de Remuneração

Assente que está a importância da análise e gestão de riscos por parte dos intervenientes no mercado financeiro, cumpre chamar à colação os deveres jurídicos relativos às suas políticas de remuneração que, de igual forma, relevam em matéria de gestão de risco.

Em linha com a análise *supra*, o papel crucial que as instituições financeiras podem ter na transição para uma economia mais sustentável, bem como os riscos a que estão expostas, determinam a necessidade de introduzir incentivos financeiros nos planos de remuneração dos colaboradores, de modo que incluam critérios e métricas de desempenho que incentivem à consideração dos riscos em matéria de sustentabilidade nas suas decisões.

Nesta senda, a remuneração assume-se como uma ferramenta fundamental a fim de alinhar os interesses dos administradores e outros colaboradores de intervenientes no mercado financeiro com a promoção dos fatores de sustentabilidade.

O n.º 1 do art. 5.º impõe que os intervenientes no mercado financeiro incluam “*nas suas políticas de remuneração informações sobre a forma como essas políticas correspondem à integração dos riscos em matéria de sustentabilidade e publicam essas informações nos respetivos sítios Web.*”.

Primeiramente, impera saber o que é, então, a política de remuneração. Seguindo a definição de PAULO CÂMARA, a política de remuneração corresponde “*ao enunciado dos objectivos das prestações remuneratórias e à explicitação da sua estrutura, em particular na sua componente variável e na relação entre esta e o desempenho da gestão, sem contudo interferir na concreta fixação da prestação remuneratória*”<sup>44</sup>.

Conforme a CE sustentou no seu Plano de Ação, “*a governação das instituições públicas e privadas, incluindo questões como as respetivas estruturas de gestão, as relações laborais ou a remuneração dos executivos, terá um papel fundamental a desempenhar para garantir a inclusão das considerações sociais e ambientais no processo de tomada de decisões*”<sup>45</sup>.

---

<sup>44</sup> Cfr. CÂMARA, Paulo, *A Comissão de Remunerações*, in: Revista de Direito das Sociedades, ano III, n.º 1, 2011, p. 37.

<sup>45</sup> Cfr. Plano de Ação, p. 3.

Com efeito, reconhece-se a preponderância das políticas de remuneração na gestão sã e prudente das instituições financeiras, bem como a sua capacidade de influenciar as decisões de gestão, permitindo a prossecução de princípios e a implementação de valores. Em resultado, considerando o sistema financeiro como um todo, terão impacto relevante na estabilidade financeira.

Como se depreende, emerge deste art. 5.º um dever jurídico para os intervenientes no mercado financeiro de divulgarem informações nas suas políticas de remuneração no que concerne à forma como estas integram os riscos em matéria de sustentabilidade, que devem ser estabelecidas e atualizadas de acordo com a legislação setorial aplicável.

Assim, consubstancia-se num dever que está diretamente relacionado com questões de governação dos intervenientes no mercado financeiro. Ainda que não se trate diretamente de uma obrigação de governação, esta obrigação de divulgação tenciona lograr uma influência de forma indireta nas decisões de governação, tendo como propósito a integração dos fatores e dos riscos de sustentabilidade nas suas decisões<sup>46</sup>.

As políticas de remuneração dos intervenientes nos mercados financeiros são, portanto, mecanismos de governação relevantes que permitem fomentar uma gestão sólida e efetiva dos riscos em matéria de sustentabilidade, “*assegurando que a estrutura da remuneração não encoraja a assunção de riscos excessivos em matéria de sustentabilidade, e que está associada ao desempenho ajustado em função do risco*”<sup>47</sup>. A par disso, pretende-se também assegurar uma maior transparência nestas políticas, em termos quantitativos e qualitativos.

A remuneração é indubitavelmente uma questão primordial nos mecanismos de governação, sustentando-se em razões negativas e positivas<sup>48</sup>. No que concerne às razões negativas, os escândalos resultados da crise financeira iniciada em 2007 demonstraram que as políticas de remuneração podem ter impacto na solidez das instituições financeiras, através de estruturas de remuneração desajustadas, com um colossal e desmedido recurso a indicadores de curto prazo, que, conseqüentemente, encorajaram à assunção de riscos

---

<sup>46</sup> Cfr. ROLO, António Garcia, *ESG and EU LAW: From the Cradle of Mandatory Disclosure to More Forceful Steps*, in: CÂMARA, Paulo/MORAIS, Filipe, *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*, op.cit., pp. 207-209.

<sup>47</sup> Considerando 22.

<sup>48</sup> Cfr. MATOS, Inês Serrano de, *ESG and Executive Remuneration*, in: CÂMARA, Paulo/MORAIS, Filipe, *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*, op.cit., p. 291.

excessivos<sup>49</sup>. Por outro lado, as razões positivas prendem-se com a aceção de que as estruturas de remuneração podem assumir uma forma positiva de alinhar os interesses dos órgãos de gestão com os interesses dos acionistas, sendo, nesta ótica, uma boa prática de governação societária<sup>50</sup>.

Nesta medida, e assumindo-se como um dos temas regulatórios fulcrais do governo das sociedades<sup>51</sup>, e, por conseguinte, um pilar fundamental de governação, é imprescindível que as políticas de remuneração sejam coerentes com as políticas de sustentabilidade, de gestão de risco, e ainda com as políticas de envolvimento<sup>52</sup>.

Deste modo, afirmar a sustentabilidade como um pilar de atuação nestas políticas é insuficiente: exige-se que implementem estes princípios, que considerem os fatores de sustentabilidade, e avaliem os riscos nesta matéria nas suas decisões. A par disso, estes princípios devem estar na base das políticas de remuneração, sendo verdadeiramente refletidos na remuneração dos colaboradores, através de incentivos para atingir objetivos de sustentabilidade e decisões de negócio mais sustentáveis<sup>53</sup>.

Seguindo a posição de INÊS SERRANO DE MATOS, “*sem a integração dos fatores de sustentabilidade nas políticas de remuneração, a sustentabilidade não irá além de um conjunto de bons princípios sem muita aplicação prática*”<sup>54</sup>.

Às instituições não basta afirmarem a sustentabilidade como um princípio presente na sua cultura interna, ou anunciarem que tomam em consideração matérias de sustentabilidade nas suas políticas; importa também demonstrarem de que forma as implementam. É crucial que os intervenientes no mercado financeiro apresentem medidas concretas, que definam objetivos e prazos a atingir, e que os especifiquem nas suas

---

<sup>49</sup> Cfr. FERRARINI, Guido/ MOLONEY, Niamh/ UNGUREANU, Maria Cristina, *Understanding Directors' Pay in Europe: A Comparative and Empirical Analysis*, 2009, p.3. Ainda, PAULO CÂMARA refere que se pode “*considerar documentado que algumas causas determinantes da crise – o grau excessivo de assunção de riscos, o enfoque excessivo no curto prazo – foram agravadas através de deficiências de governação em algumas instituições financeiras*”, Cfr. CÂMARA, Paulo, *O governo societário dos bancos – em particular, as novas regras e recomendações sobre remuneração na banca*, in: Revista de Direito das Sociedades, ano IV, n.º 1, 2012, p. 11.

<sup>50</sup> Conforme refere DIOGO COSTA GONÇALVES, “*Os critérios de remuneração dos membros da administração de uma qualquer organização económica estão intimamente associados a uma boa política de governo da instituição em causa. As instituições financeiras, em particular os bancos, não são exceção*”. Cfr. GONÇALVES, Diogo Costa, *A remuneração dos administradores das instituições de crédito: o comité de remunerações*, in: Revista de Direito das Sociedades, Ano VII, n.º 3/4, 2015, p. 509.

<sup>51</sup> Cfr. CÂMARA, Paulo, *O governo societário dos bancos – em particular, as novas regras e recomendações sobre remuneração na banca*, op.cit., p.24.

<sup>52</sup> Cfr. CÂMARA, Paulo, *The Systemic Interaction Between Corporate Governance and ESG*, op.cit., pp. 35-36.

<sup>53</sup> Cfr. MATOS, Inês Serrano de, op. cit., p. 295.

<sup>54</sup> *Ibid*, pp. 288-289, tradução nossa.

políticas de remuneração, com as respectivas métricas e indicadores de desempenho apropriados já definidos.

Conforme resulta da análise comparativa de DIOGO COSTA GONÇALVES a vários instrumentos internacionais que versam sobre políticas de remuneração das instituições financeiras, todos eles estão em harmonia quanto “(i) à recomendação de a remuneração ser indexada a um fator de desempenho; e quanto (ii) à necessidade de a remuneração pelo desempenho ser articulada com a política de risco da instituição, de modo a evitar que o sistema de remuneração de administradores e altos dirigentes redunde num incentivo à assunção de riscos intoleráveis, com eventuais consequências sistêmicas, favorecendo assim o crescimento sustentado da sociedade”<sup>55</sup>.

Neste quadro, o que se tem em vista é que, ao indexar a atribuição de uma parte da remuneração ao desempenho que os administradores têm em relação à execução de medidas específicas em matérias de sustentabilidade, podendo o valor da remuneração variar consoante a sua (não) aplicação, os administradores sejam impelidos a tomar decisões mais sustentáveis e a alcançarem metas de sustentabilidade.

A componente variável da remuneração deve ser definida em função da gestão de riscos da instituição, e ainda do desempenho dos administradores. Procura-se que a estrutura remuneratória consagre uma adequação entre remuneração e desempenho (*pay for performance*), devendo estar alinhada com os interesses de longo prazo da instituição, e que seja desenhada de forma a não incentivar a assunção de riscos excessivos<sup>56</sup>. O desafio é assegurar a consonância entre os objetivos de sustentabilidade com os incentivos existentes na política de remuneração.

O primeiro passo a dar quando se pretende incorporar os fatores de sustentabilidade nas políticas de remuneração será definir em que fatores se pretende investir, de que modo se planeia fazê-lo, e de que forma se podem evitar os riscos nesta matéria<sup>57</sup>.

*A posteriori*, deve encontrar-se indicadores de desempenho e métricas apropriadas para o modelo de negócio e para o propósito corporativo. O órgão de gestão deverá garantir que a avaliação do processo de desempenho de cada executivo inclui métricas e indicadores financeiros, não financeiros, individuais e corporativos, bem como de

---

<sup>55</sup> Cfr. GONÇALVES, Diogo Costa, op. cit., p. 517.

<sup>56</sup> Cfr. CÂMARA, Paulo, *O governo societário dos bancos – em particular, as novas regras e recomendações sobre remuneração na banca*, op.cit., p.26.

<sup>57</sup> Cfr. MATOS, Inês Serrano de, op.cit., p. 296.

natureza quantitativa e qualitativa, baseados em critérios bem definidos<sup>58</sup>. Estes indicadores devem ser delineados de forma clara e específica, evitando recorrer a definições e fórmulas ambíguas e indeterminadas, impedindo que sejam demasiado fáceis de atingir.

Não obstante, o SFDR não vai tão longe no que toca à integração dos fatores de sustentabilidade na política de remuneração, focando-se apenas na integração dos riscos. Neste âmbito, o SFDR procura, pelo menos, tentar assegurar que os colaboradores dos intervenientes no mercado financeiro tenham em consideração os riscos em matéria de sustentabilidade nas suas decisões, evitando que assumam riscos excessivos nesta matéria. Pretende-se, assim, que a estrutura de remuneração esteja associada ao desempenho ajustado em função do risco.

Ainda que este art. 5.º apenas consagre um dever de transparência no que toca à gestão de riscos em matéria de sustentabilidade, não detalhando em que domínios é que as políticas de remuneração devem ser adaptadas, as obrigações em matéria de políticas de remuneração não se circunscrevem apenas ao SFDR, estando consagradas também, e desde logo, na legislação setorial a aplicar por cada interveniente no mercado financeiro.

Nesta matéria, é de destacar a CSDD, dirigida a sociedades de elevada dimensão, que prevê a adoção de *“um plano com vista a assegurar que o seu modelo de negócio e a sua estratégia são compatíveis com a transição para uma economia sustentável e com a limitação do aquecimento global a 1,5 °C”*, devendo ser garantido que as empresas têm em conta este plano ao *“fixarem a remuneração variável se esta estiver associada ao contributo de um administrador para a estratégia empresarial da empresa, bem como para os interesses e a sustentabilidade a longo prazo”*<sup>59</sup>. Em adição, a SRD II, no seu art. 9.º-A estabelece várias obrigações no âmbito da política de remuneração, resultando ainda do seu art. 9.º-B uma obrigação com vista a que as sociedades elaborem um relatório sobre as remunerações, em conformidade com a política de remuneração.

Urge ainda aferir se o art. 5.º SFDR se sobrepõe às regras em matéria de política de remuneração consagradas noutras fontes legislativas, designadamente na SRD II<sup>60</sup>.

Por força do n.º 6 do art. 9.º-A SRD II, a política de remuneração deve contribuir *“para a estratégia empresarial da sociedade, para os seus interesses a longo prazo e para a sua sustentabilidade, e deve explicar a forma como o faz”*. Acrescenta ainda que

---

<sup>58</sup> Ibid.

<sup>59</sup> V. CSDD, Considerando 51 e art. 15.º.

<sup>60</sup> Cfr. ROLO, António Garcia, op. cit., p. 202.

*“a política de remuneração deve ser clara e compreensível e deve descrever os diferentes componentes da remuneração fixa e variável, nomeadamente todos os bónus e outros benefícios, independentemente da sua forma, que podem ser atribuídos aos administradores, e indicar a respetiva proporção”.*

Pese embora, primordialmente, esta Diretiva se aplique apenas a empresas com sede social num Estado-membro e cujas ações estão admitidas a negociação em mercado regulamentado que esteja situado ou em funcionamento num Estado-membro<sup>61</sup>, o Capítulo I-B é aplicável a intervenientes no mercado financeiro<sup>62</sup>, estabelecendo regras de transparência dos investidores institucionais e gestores de ativos. Não obstante, as obrigações concernentes às políticas de remuneração relevantes nesta matéria estão consagradas no art. 9.º-A, que, por sua vez, se encontra no Capítulo II. Desta feita, não se aplicam a todos os intervenientes no mercado financeiro, mas tão somente àqueles que estejam abarcados pelo n.º 1 do art. 1.º.

Com efeito, ainda que alguns intervenientes no mercado financeiro se encontrem no escopo de aplicação da SRD II, cremos que a finalidade desta previsão se prende com a necessidade de alargar as obrigações em matéria de políticas de remuneração aos outros intervenientes no mercado financeiro, desde logo àqueles que não se encontram cotados, mas também aos que não tenham sede num Estado-Membro<sup>63</sup>.

No que toca às outras fontes, à luz do n.º 2 do art. 5.º, o SFDR toma em consideração os critérios estabelecidos em legislação setorial, clarificando que *“não prejudica”* as regras setoriais relativas à avaliação do desempenho do pessoal dos intervenientes no mercado financeiro<sup>64</sup>.

Posto isto, concluímos que o SFDR não se sobrepõe a outras regras, procurando apenas alargar as regras de sustentabilidade em matéria de política de remuneração a entidades que não estejam obrigadas a tal por outros instrumentos jurídicos.

A maior dificuldade na implementação destas medidas prende-se, primordialmente, com a integração dos riscos em matéria de sustentabilidade nos esquemas e nas políticas de remuneração. Desde logo, pela falta de dados históricos, pela falta de experiência e de

---

<sup>61</sup> Art. 1.º, n.º 1 SRD II.

<sup>62</sup> Art. 1.º, n.º 6.

<sup>63</sup> A CE esclareceu que o SFDR se aplica a empresas de investimento com sede num país terceiro. V. CE, *Question and Answer Document (Q&A)* à carta de 7/01/2021 das ESAS, p.1.

<sup>64</sup> Considerando 22 SFDR.

capacidade técnica existente, que é patente muitas vezes nas estruturas de administração, e nas comissões de remuneração<sup>65</sup>.

Por si só, a elaboração de planos de remuneração são um “*desafio (jurídico)*”, sendo que o grau de dificuldade se agrava ainda mais com a necessidade de incluir os riscos em matéria de sustentabilidade nos esquemas remuneratórios<sup>66</sup>. Em resultado, é extremamente complexo definir métricas e indicadores não financeiros, bem como desenhar um pacote de remuneração capaz de alinhar efetivamente os interesses dos administradores com os interesses de sustentabilidade. Posto isto, os objetivos financeiros continuam a ser a métrica mais destacada da política de remuneração, que decorre de todos estes obstáculos supramencionados<sup>67</sup>.

Por outro lado, existem muitos interesses em conflito, que pela sua natureza sensível dificultam a alteração de políticas<sup>68</sup>. A implementação de uma política de remuneração diferente representa custos para as instituições, que serão suportados pelos acionistas, que tão somente aceitarão comportá-los caso acreditem que terão um retorno financeiro. Deste modo, e fruto das incertezas, as alterações tenderão a limitar-se a alocar baixas percentagens da remuneração variável aos critérios qualitativos, ou a recorrer a métricas financeiras<sup>69</sup>.

Cumpre-nos assinalar que é muito difícil para as instituições financeiras compreender e cumprir o preceito da forma almejada. Em virtude desta falta de dados e do próprio desconhecimento e inexperiência, é muito comum que nas políticas de remuneração os riscos em matéria de sustentabilidade sejam meramente referidos de forma muito vaga e até ambígua, quando tal suceda de todo. Na falta de referências claras, as instituições, mormente as mais pequenas (e, por norma, com menos meios), acabam por mencionar que consideram os riscos em matéria de sustentabilidade na política de

---

<sup>65</sup> PAULO CÂMARA refere que terão de se adaptar às novas regras em matéria de sustentabilidade, afirmando que as qualificações dos membros da Comissão, que embora não obrigatórias por lei, serão cada vez mais importantes na prática. Cfr. CÂMARA, Paulo, *The Systemic Interaction Between Corporate Governance and ESG*, op.cit., p. 39.

<sup>66</sup> Cfr. ZETZSCHE, Dirk A. / ANKER-SØRENSEN, Linn, *Towards a Smart Regulation of Sustainable Finance*, in: CÂMARA, Paulo/MORAIS, Filipe, *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*, op.cit., p. 105.

<sup>67</sup> Cfr. MATOS, Inês Serrano de, op. cit., p. 297.

<sup>68</sup> *Ibid.*

<sup>69</sup> *Ibid*, p. 303.

remuneração para se salvaguardarem, não especificando em que medida é que estes são tidos em conta na remuneração<sup>70</sup>.

Pese embora haja uma evolução favorável à referência e inclusão de critérios não financeiros, muitas vezes os métodos utilizados para mensurar as métricas não financeiras são bastante limitados, sendo difícil compreender em que medida é que os incentivos remuneratórios são articulados com o desempenho não financeiro, e como é que os resultados destes critérios são medidos<sup>71</sup>.

Conforme refere ANTÓNIO ROLO, posição com a qual concordamos, “*o futuro é incerto e só o tempo o dirá, todavia é bastante expectável situações de greenwashing e explicações bastante incompletas*”<sup>72</sup>.

No mais, poderão levantar-se questões a título de responsabilidade. No caso de uma instituição financeira que se autointitule sustentável, procurando atrair clientes, é admissível que o órgão executivo possa ser penalizado caso não estejam a cumprir os fatores de sustentabilidade que publicamente usurparam para si<sup>73</sup>.

Não obstante todas as questões que possam surgir a propósito das políticas de remuneração, a tendência para a incorporação de métricas e indicadores não financeiros tem sido bastante crescente, o que evidencia já um sinal de mudança (positivo) para uma maior consideração dos fatores e dos riscos em matéria de sustentabilidade<sup>74</sup>.

Por fim, cumpre atentar no art. 12.º, n. 1, já analisado *supra*, que exige que as informações sobre a forma como integram os riscos em matéria de sustentabilidade nas suas políticas de remuneração são mantidas atualizadas, sendo que, em caso de revisão ou alteração das informações, devem publicar uma explicação clara dessa alteração no mesmo sítio Web.

Em suma, as políticas de remuneração poderão ser uma ferramenta crucial com vista a alinhar os interesses dos órgãos de administração com a implementação dos fatores

---

<sup>70</sup> Referem, por exemplo, nos princípios ou no enquadramento da política de remuneração que têm em consideração os riscos em matéria de sustentabilidade, todavia não especificam em que medida, nem se referem a eles posteriormente, nem tão pouco consagram como componente de remuneração variável.

<sup>71</sup> Cfr. LABINI, Stefania Sylos/IANNUZZI, Antonia Patrizia/D'APOLITO, Elisabetta, “*Responsible*” *Remuneration Policies in Banks: A Review of Best Practices in Europe*, In: LA TORRE, Mario, CHIAPPINI, Helen (eds.) *Socially Responsible Investments*, 2019, pp. 31-32.

<sup>72</sup> Cfr. ROLO, António Garcia, op.cit., p. 202, tradução nossa.

<sup>73</sup> Cfr. ZETZSCHE, Dirk A./ANKER-SØRENSEN, Linn, op.cit., p. 105.

<sup>74</sup> Cfr. FSB, *Effective Implementation of FSB Principles for Sound Compensation Practices and Implementation Standards 2021 progress report*, 2021. p. 15. O Relatório conclui que as métricas não financeiras representam uma proporção elevada da componente variável da remuneração, acrescentando que as empresas têm começado a atribuir mais importância à cultura corporativa e à sua reputação, e, por conseguinte, a implementar cada vez mais métricas ESG.

de sustentabilidade, a prossecução do propósito societário, os interesses dos *stakeholders* e uma visão de longo prazo, desencorajando a assunção de riscos excessivos, e em particular, a assunção de riscos em matéria de sustentabilidade.

### III - Deveres jurídicos relativos aos Principais Impactos Negativos sobre os fatores de sustentabilidade

Chegados aqui, é impreterível ter presente que as decisões de investimento que os intervenientes no mercado financeiro tomam “*podem causar, contribuir ou estar diretamente ligados a efeitos negativos, significativos ou potencialmente significativos, sobre os fatores de sustentabilidade*”<sup>75</sup>.

Prosseguindo a análise aos deveres jurídicos impostos pelo SFDR, cumpre-nos analisar o dever de transparência no que respeita aos impactos negativos para a sustentabilidade que emerge do art. 4.º. Este dever representa um dever a nível da entidade, e, por conseguinte, impõe-se a todos os intervenientes no mercado financeiro.

Neste quadro, os intervenientes no mercado financeiro que avaliam os principais impactos negativos, significativos ou potencialmente significativos, que as suas decisões de investimento possam ter sobre os fatores de sustentabilidade, “*deverão integrar nos seus processos, incluindo nos seus processos de diligência devida, os procedimentos para atender aos principais impactos negativos a par dos riscos financeiros relevantes e dos riscos em matéria de sustentabilidade relevantes.*”<sup>76</sup>.

A fim de melhor compreender o preceito, cumpre, preliminarmente, clarificar o que se entende como “*principais impactos negativos sobre os fatores de sustentabilidade*”.

À luz do Considerando 20, *in fine*, “*os principais impactos negativos deverão ser entendidos como os impactos das decisões (...) que resultem em efeitos negativos sobre os fatores de sustentabilidade*”<sup>77</sup>. Desta forma, urge recorrer à definição de fatores de sustentabilidade adotada pelo SFDR. Na aceção do ponto 24) do art. 2.º, consideram-se como fatores de sustentabilidade “*as questões ambientais, sociais e laborais, o respeito dos direitos humanos, a luta contra a corrupção e o suborno*”<sup>78</sup>.

Numa primeira análise, importa atender ao disposto no n.º 1, que, seguindo uma abordagem *comply or explain*, confere aos intervenientes no mercado financeiro a possibilidade de considerarem ou não considerarem os principais impactos negativos das suas decisões de investimento sobre os fatores de sustentabilidade, exigindo que publiquem e atualizem no seu *website* informações a este respeito.

---

<sup>75</sup> Considerando 16.

<sup>76</sup> Considerando 18, 1ª parte.

<sup>77</sup> Considerando 20.

<sup>78</sup> Ponto 24) do art. 2.º.

*Comply*: Se, por um lado, tiverem em conta os principais impactos negativos das suas decisões de investimento sobre os fatores de sustentabilidade, devem publicar e atualizar nos respetivos sítios Web “*uma declaração sobre as políticas de diligência devida relativamente a esses impactos*”, devendo atender devidamente (i) à sua dimensão, (ii) à natureza e à escala das suas atividades (iii) e aos tipos de produtos financeiros que disponibilizam<sup>79</sup>. As informações a conter nas políticas de diligência devem incluir, pelo menos, as informações requeridas no n.º 2. Com efeito, esta previsão procura garantir o respeito pelo princípio da proporcionalidade.

*Or explain*: Se, pelo contrário, não tiverem em conta os impactos negativos das suas decisões de investimento sobre os fatores de sustentabilidade, terão de publicar e atualizar nos respetivos sítios Web “*motivos claros para tal, incluindo, se for caso disso, informações sobre se e quando tencionam ter em conta esses impactos negativos*”, por força da al. b) do n.º 1.

Pese embora o n.º 1 adote uma perspetiva *comply or explain*, os n.ºs 3 e 4 consagram uma derrogação a este regime.

Neste quadro, os intervenientes no mercado financeiro que excedam o número médio de 500 trabalhadores<sup>80</sup>, ou que sejam empresas-mãe de um grande grupo, que por sua vez exceda o critério do número médio de 500 trabalhadores<sup>81</sup>, são obrigados a publicar e atualizar nos seus sítios Web uma declaração sobre as suas políticas de diligência devida no que toca aos principais impactos negativos das decisões de investimento sobre os fatores de sustentabilidade<sup>82</sup>. Esta imposição é aplicável desde 30 de junho de 2021, e deve incluir, pelo menos, as informações referidas no n.º 2.

É imprescindível que fique claro que a diferença patente entre estas regras reside na possibilidade ou não de escolha. Nesta medida, os “*grandes intervenientes no mercado financeiro*”<sup>83</sup>, que excedam o critério dos 500 trabalhadores, não têm a possibilidade de ser abrangidos pelo regime de *comply or explain*, consagrado no n.º 1, estando deste modo

---

<sup>79</sup> Art. 4.º, n.º 1, al. a).

<sup>80</sup> Art. 4.º, n.º 3.

<sup>81</sup> Art. 4.º, n.º 4.

<sup>82</sup> O limiar de 500 trabalhadores ou mais parece-nos ser bastante elevado, na medida em que muitos intervenientes no mercado financeiro, inclusive alguns reconhecidos, não chegam a atingir este patamar, o que limita a aplicação do regime. Parecendo que a medida fica aquém do objetivo, resta a esperança de que, pelo menos os mais reconhecidos, considerem os impactos através do regime de *comply or explain*. Sobre este limiar, V. CHIU, Iris H-Y, op. cit., pp. 8-9.

<sup>83</sup> Cfr. VAN CAENEGEM, Arnaud/VAN DE WERVE, Tanguy, *Regulating Sustainability Communications in the Financial Services Sector: The Sustainable Finance Disclosure Regulation*, 2021, p. 7, os autores qualificam os intervenientes no mercado financeiro abrangidos pelos n.ºs 3 e 4 como “*large market financial participants*”. Adotaremos definição análoga, mediante tradução nossa.

obrigados a cumprir os deveres que dali emergem: i.e., a publicar uma declaração sobre as suas políticas de diligência devida, nos termos dispostos no n.º 2. Importa ainda referir que, e em oposição ao n.º 1, aplicável desde 10 de março de 2021<sup>84</sup>, os intervenientes no mercado financeiro abrangidos pelos n.ºs 3 e 4 beneficiaram de uma dilação do prazo para 30 de junho de 2021.

Face ao exposto, concluímos que sempre que tenham em conta os principais impactos negativos das decisões de investimento sobre os fatores de sustentabilidade, quer ao abrigo do regime de *comply or explain*, ou de igual modo no regime obrigatório, os intervenientes no mercado financeiro deverão integrar nos seus processos de decisão todos os procedimentos que se afigurem necessários para atender aos principais impactos negativos e aos riscos em matéria de sustentabilidade relevantes.

Com efeito, estas regras de divulgação consubstanciam-se num dever de transparência no que toca à publicação das informações sobre tais procedimentos, podendo descrever a forma como cumprem as suas responsabilidades de gestão no que concerne à sustentabilidade ou outros compromissos acionistas<sup>85</sup>. A fim de elucidar sobre o que deve constar desta declaração sobre as políticas de diligência, e de igual modo enfatizar as medidas que pressupõe que os intervenientes no mercado financeiro implementem, releva ter presente o n.º 2 do art. 4.º.

Compete às ESA, através do Comité Conjunto, elaborar projetos de normas técnicas de regulamentação sobre o teor, as metodologias e a apresentação das informações a que se referem os n.ºs analisados *supra*, no que concerne aos indicadores de sustentabilidade relacionados com os impactos negativos “no clima e outros impactos negativos relacionados com o ambiente”<sup>86</sup>, e ainda “nos domínios das questões sociais e laborais, do respeito dos direitos humanos, da luta contra a corrupção e o suborno”<sup>87</sup>.

Neste quadro, com base nos projetos de normas técnicas de regulamentação apresentados pelas ESA<sup>88</sup>, a CE aprovou o Regulamento Delegado (UE) 2022/1288, que consagra as medidas de execução (medidas de nível 2)<sup>89</sup> a este respeito, que cumpre por

---

<sup>84</sup> Ao abrigo do regime geral, *ex vi* art. 20.º, n.º 2.

<sup>85</sup> Considerando 18.

<sup>86</sup> Art. 4.º, n.º 6.

<sup>87</sup> Art. 4.º, n.º 7.

<sup>88</sup> Considerando 38 RTS.

<sup>89</sup> Em linha com o sistema Lamfalussy. Para mais informações sobre este sistema, V. CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2018, pp. 49-54.

ora analisar<sup>90</sup>. Os RTS complementam o SFDR no que respeita aos impactos negativos que os produtos de investimento têm nos fatores de sustentabilidade<sup>91</sup>.

Urge, primeiramente, sublinhar que as regras de transparência relativas aos impactos negativos sobre os fatores de sustentabilidade se aplicam de forma indiferenciada a todos os intervenientes no mercado financeiro que tenham em consideração estes impactos, não distinguindo, neste âmbito, os que estão obrigados a cumprir por força dos n.ºs 3 ou 4, daqueles que optam por cumprir ao abrigo do regime de *comply or explain* previsto no n.º1.

A propósito da declaração que deve ser publicada pelos intervenientes no mercado financeiro no sentido de que tomam em consideração os principais impactos negativos das decisões de investimentos nos fatores de sustentabilidade<sup>92</sup>, cabe, primeiramente, atender ao art. 4.º RTS.

O n.º 1 do art. 4.º dispõe que, até 30 de junho de cada ano, devem publicar no seu sítio Web, “*numa secção separada intitulada «Declaração relativa aos principais impactos negativos das decisões de investimento sobre os fatores de sustentabilidade»*”, as informações constantes art. 4.º, n.º 1, al. a), e ainda nos n.ºs 2, 3 e 4 SFDR, referidas *supra*, bem como as exigidas por força dos arts. 4.º a 10.º RTS. Esta declaração deverá abranger o período de 1 de janeiro a 31 de dezembro do ano anterior, exceto quando se consubstancie na primeira publicação, caso em que o período de referência consistirá entre a data em que os principais impactos foram considerados pela primeira vez e o dia 31 de dezembro desse ano<sup>93</sup>.

Fazendo jus ao objetivo de reforçar a comparabilidade das informações a divulgar prosseguido pelo SFDR, a declaração exigida deverá seguir o modelo definido no quadro 1 do anexo I RTS, que compete analisar.

Desde logo, no início da declaração deverá constar uma secção resumo, que terá de incluir as informações do art. 5.º, bem como estar redigida em língua de uso corrente na

---

<sup>90</sup> Até concluirmos análise concernente à declaração sobre as políticas de diligência devida, todos as normas sem indicação de fonte se referem aos RTS, salvo indicação de outra fonte.

<sup>91</sup> Porquanto os RTS são um Regulamento Delegado, a lista de impactos negativos sobre os fatores de sustentabilidade poderá ser alterada com relativa facilidade, V. CHIU, Iris H-Y, op. cit., p. 7. A propósito, já existe uma proposta de alteração aos RTS relativamente à exposição dos produtos financeiros a investimentos em atividades de gás fóssil ou energia nuclear. V. CE, C (2022) 7545 final, out de 2022.

<sup>92</sup> Enquanto o SFDR se refere a declaração sobre as políticas de diligência devida, os RTS designam a declaração como declaração relativa aos impactos negativos das decisões de investimento sobre os fatores de sustentabilidade. Deste modo, ambas as formas poderão ser adotadas ao longo da exposição.

<sup>93</sup> Art. 4.º, n.º 3.

esfera financeira internacional e numa das línguas oficiais dos Estado-Membros onde são comercializados os produtos financeiros desses intervenientes.

*A posteriori*, a declaração deverá incluir uma “*descrição dos principais impactos negativos das decisões sobre os fatores de sustentabilidade*”. O art. 6.º contempla o que deverá constar dessa secção, designando os elementos que os intervenientes no mercado financeiro devem preencher nos campos relacionados com os indicadores referentes aos principais impactos negativos sobre a sustentabilidade.

Nesta matéria, o quadro 1 dispõe de nove indicadores sobre o clima e relacionados com o ambiente, e ainda cinco indicadores relacionados com questões sociais e laborais, o respeito pelos direitos humanos e a luta contra a corrupção e o suborno. Sem embargo, o n.º 1 do art. 6.º acrescenta vários elementos a fornecer pelos intervenientes no mercado financeiro.

Conforme resulta da al. a), devem preencher as informações relativas a um ou mais indicadores adicionais sobre o clima e outros indicadores relacionados com o ambiente, conforme descrito no quadro 2 do anexo I, que consagra, no total, vinte e dois indicadores.

Já de acordo com a al. b) devem também incluir as informações sobre um ou mais indicadores adicionais nos domínios das questões sociais e laborais, do respeito pelos direitos humanos, da luta contra a corrupção e o suborno, em conformidade com o descrito no quadro 3 do anexo I, que no total contempla vinte e quatro indicadores.

Por fim, a al. c) impõe que estejam ainda discriminados quaisquer outros indicadores adicionais que sejam utilizados para identificar e avaliar os principais impactos negativos adicionais sobre um fator de sustentabilidade, permitindo desta forma aos intervenientes no mercado financeiro demonstrar de que forma atendem aos diferentes impactos concretos da sua área.

No mais, o dever de divulgação não se circunscreve apenas às medidas tomadas durante o período de 1 de janeiro a 31 de dezembro do ano anterior, impondo-se também a publicação de informações concernentes às medidas idealizadas ou às metas traçadas para o período subsequente de 1 de janeiro a 31 de dezembro, permitindo, por conseguinte, esclarecer como planeiam evitar ou reduzir os principais impactos negativos identificados<sup>94</sup>.

---

<sup>94</sup> Art. 6.º, n.º 2.

A crescer, e uma vez que durante um ano as carteiras de investimentos se podem alterar regularmente, a definição dos principais impactos negativos deve ser realizada, pelo menos, em quatro datas específicas do período de referência, devendo a média dos resultados ser divulgada anualmente<sup>95</sup>.

Seguidamente, requer-se o preenchimento da *secção “descrição das políticas de identificação e definição de prioridades no que se refere aos principais impactos negativos sobre os fatores de sustentabilidade”*, que deve estar conforme o art. 7.º. Nesta secção, devem descrever as suas políticas de identificação e definição de prioridades no que concerne aos principais impactos negativos sobre os fatores de sustentabilidade, bem como indicar de que forma são atualizadas e aplicadas. Para tal, devem incluir os elementos constantes do art. 7.º, n.º 1.

Neste quadro, a par da data de aprovação das políticas pelo órgão competente, é imperativo adicionar de que modo foi atribuída a responsabilidade pela implementação das mesmas no âmbito das estratégias e procedimentos organizacionais<sup>96</sup>.

Merece também ênfase a al. c), que determina a divulgação das metodologias de seleção, identificação e avaliação dos indicadores referidos no art. 6.º, supramencionados, impondo-se uma explicação de como é que essas metodologias têm em consideração a probabilidade de ocorrência e a gravidade dos principais impactos negativos identificados. Em adição, por força da al. d), em caso de margem de erro associada às metodologias, esta deve ser divulgada, acrescida de uma explicação da mesma.

Finalmente, exige-se a divulgação das fontes de dados utilizadas. A este respeito, importa ter em mente que nem sempre é possível aos intervenientes no mercado financeiro obter a informação necessária para dar cumprimento a estas exigências, mormente quando as sociedades beneficiárias do investimento não estão obrigadas a divulgar estas informações, máxime quando não estejam abrangidas pelo art. 8.º TR. Nestes casos, devem avaliar e utilizar os dados difundidos publicamente. Nas circunstâncias em que não se encontre informação disponível, são autorizados a utilizar os dados que obtenham ou junto das empresas beneficiárias do investimento, ou junto de terceiros, tendo de incluir na descrição os detalhes sobre *“os melhores esforços envidados para obter a informação”*<sup>97</sup>. Todavia, cumpre-lhes assegurar que os dados

---

<sup>95</sup> Art. 6.º, n.º 3 e Considerando 5.

<sup>96</sup> Art. 7.º, n.º 1, al. a) e b).

<sup>97</sup> Art. 7.º, n.º 2.

disponibilizados mediante estes meios são equivalentes aos disponibilizados ao abrigo das divulgações efetuadas de acordo com o art. 8.º TR<sup>98</sup>.

Procedendo a análise alusiva à declaração sobre as políticas de diligência devida, que deve respeitar o Quadro 1 do Anexo I, avançamos para a secção de políticas de envolvimento, que deve ser preenchida conforme o art. 8.º. Neste âmbito, exige-se a publicação de breves sínteses das políticas de envolvimento referidas no art. 3.º-G da SRD e art. 26.º-I CVM, se aplicável, bem como de quaisquer outras políticas de envolvimento para reduzir os principais impactos negativos<sup>99</sup>.

No mais, deve constar da declaração em análise uma secção de referência às normas internacionais, onde lhes cabe esclarecer “*se e em que medida cumprem os códigos de conduta empresarial responsável*” e as normas internacionais em matéria de diligência devida e de apresentação de relatórios<sup>100</sup>. Adicionalmente, caso estejam em concordância com os objetivos de Paris, terão de especificar o seu grau de alinhamento.

Por último, devem fornecer uma comparação histórica entre o período objeto da informação e o período de referência precedente, e de forma sucessiva para cada um dos períodos de referência no máximo até aos últimos cinco períodos anteriores<sup>101</sup>.

Finda a análise à declaração que devem divulgar quando têm em conta os principais impactos negativos das suas decisões de investimento sobre os fatores de sustentabilidade, cabe referir que a informação a divulgar deve abranger tanto os investimentos diretos como indiretos em ativos<sup>102</sup>.

De outro modo, os intervenientes no mercado financeiro que ao abrigo do regime de *comply or explain* do n.º 1 do art. 4.º SFDR optem por não ter em conta os principais impactos negativos das suas decisões de investimento sobre os fatores de sustentabilidade, devem divulgar nos seus respetivos *websites* uma declaração em como não tomam em consideração estes impactos, que deve constar “*numa secção distinta intitulada de «Não consideração dos impactos negativos das decisões de investimento sobre os fatores de sustentabilidade»*”<sup>103</sup>. Esta declaração tem de estar bem visível e abranger os elementos previstos nas alíneas do n.º 2 do art. 12.º, declarando que não

---

<sup>98</sup> Considerando 35.

<sup>99</sup> Art. 8.º, n.º 1. A acrescer, as sínteses devem conter uma descrição dos elementos previstos no n.º 2.

<sup>100</sup> Art. 9.º.

<sup>101</sup> Art. 10.º.

<sup>102</sup> Considerando 3. A este propósito, V. Carta das ESAs, *Clarifications on the ESAs' draft RTS under SFDR*, de 2 de junho de 2022, pp. 4-6.

<sup>103</sup> Art. 12.º, n.º 1, *in fine* RTS SFDR.

consideram, “nas suas decisões de investimento, qualquer impacto negativo sobre os fatores de sustentabilidade”<sup>104</sup>, e ainda incluir os motivos claros para tal, “e, se aplicável, informações sobre se e quando tenciona ter em conta tais impactos, com base nos indicadores enumerados no quadro 1 do anexo I”<sup>105</sup>.

Sendo o escopo da análise deste capítulo os deveres jurídicos em matéria de consideração dos principais impactos negativos sobre os fatores de sustentabilidade, e finda a análise do art. 4.º, que representa um dever jurídico a nível da entidade, cabe por ora chamar à colação o art. 7.º, que por sua vez consagra um dever jurídico a nível do produto financeiro. Porquanto representa um dever jurídico a nível do produto financeiro, é aplicável a todos os produtos financeiros.

O n.º 1 do art. 7.º é aplicável a todos os intervenientes no mercado financeiro que apliquem o art. 4.º, n.º 1, al. a), ou o 4.º, n.ºs 3 ou 4. Por conseguinte, aplica-se a todos os que tenham em consideração os principais impactos negativos sobre os fatores de sustentabilidade nas suas decisões de investimento.

Em oposição, o n.º 2 do art. 7.º é aplicável aos intervenientes no mercado financeiro que apliquem o art. 4.º, n.º 1, al. b). Em resultado, aplica-se a todos os que não têm em consideração estes impactos nas suas decisões de investimento.

Neste quadro, o n.º 1 do art. 7.º determina que, até 30 de dezembro de 2022, os intervenientes no mercado financeiro que tenham em conta os principais impactos negativos sobre os fatores de sustentabilidade incluam na divulgação de informações nos termos do art. 6.º, n.º 3, para cada produto financeiro, as seguintes informações:

*“a) Uma explicação clara e fundamentada sobre se, e em caso afirmativo de que forma, um produto financeiro tem em conta os principais impactos negativos sobre os fatores de sustentabilidade;*

*b) Uma declaração de que está disponível informação sobre os principais impactos negativos sobre os fatores de sustentabilidade nas informações a divulgar nos termos do art. 11.º, n.º 2.”*<sup>106</sup>.

Com efeito, recorrendo a um mecanismo *comply or explain*, dá a possibilidade a todos os intervenientes no mercado financeiro de terem em conta ou não os principais impactos negativos sobre os fatores de sustentabilidade no produto financeiro em

---

<sup>104</sup> Art. 12.º, n.º 2, al. a), *in fine*, RTS SFDR.

<sup>105</sup> Art. 12.º, n.º 2, al. b), *in fine*, RTS SFDR.

<sup>106</sup> Art. 7.º, n.º 1, 1.º parágrafo, al. a) e b).

específico, abrangendo os grandes intervenientes no mercado financeiro, em oposição ao art. 4.º, n.ºs 3 e 4. Desta feita, terão de divulgar estes elementos nos seus deveres de informação pré-contratuais, bem como nos relatórios periódicos.

Em oposição, os intervenientes no mercado financeiro que ao abrigo do regime de *comply or explain* do n.º 1 do art. 4.º SFDR optem por não considerar os principais impactos negativos das suas decisões de investimento sobre os fatores de sustentabilidade, deverão divulgar, para cada produto financeiro, uma declaração neste sentido, explicando as razões para não considerarem estes impactos nas decisões de investimento, que deverá acompanhar a divulgação de informações a que se refere o art. 6.º, n.º 3.

Neste sentido, apenas os intervenientes no mercado financeiro que considerem os principais impactos negativos das suas decisões de investimento sobre os fatores de sustentabilidade poderão optar por divulgar se o produto financeiro tem em conta estes impactos ou não<sup>107</sup>.

Face ao exposto, concluímos que pese embora o art. 4.º represente um dever a nível da entidade, ao passo que o art. 7.º se assume como um dever a nível do produto financeiro, ambos impõem deveres de divulgação. Em conjunto, procuram assegurar uma maior transparência das suas decisões de investimento, garantindo, por conseguinte, um reforço da proteção dos investidores finais, que a acrescer à obrigatoriedade de divulgação da informação, reforça a comparabilidade da mesma.

---

<sup>107</sup> Nesta senda, V. VAN CAENEGEM, Arnaud/VAN DE WERVE, Tanguy, op.cit., p. 8.

#### IV - Deveres jurídicos de Informação e Classificação de Produtos Financeiros

Importa ter em mente que o SFDR procura salvaguardar a confiança dos investidores ao impor aos intervenientes no mercado financeiro que divulguem de que modo as suas decisões de investimento consideram os riscos e os principais impactos negativos nos fatores de sustentabilidade. Em harmonia, ao obrigar à divulgação de informações sobre se um produto é sustentável ou não, e em que termos, permite ao investidor decidir onde pretende investir. Desta forma, os investidores têm os meios necessários para compreender não apenas se o produto financeiro é rentável, mas também se e em que medida é sustentável, tendo todos os mecanismos ao seu dispor para definir as suas preferências de investimento considerando o produto em questão<sup>108</sup>.

Neste quadro, cabe aos intervenientes no mercado financeiro classificarem cada produto financeiro de acordo com o SFDR, que distingue três produtos financeiros em função do seu compromisso em matéria de sustentabilidade:

- i) Produtos financeiros que não têm como missão promover quaisquer objetivos específicos em matéria de sustentabilidade, denominados como “*produtos do art. 6.º*”.
- ii) Produtos financeiros que promovem, entre outras, características ambientais ou sociais, ou uma combinação de ambas, contanto que as empresas beneficiárias dos investimentos respeitem as boas práticas de governação, vulgarmente conhecidos como “*produtos do art. 8.º*”, ou “*light green products*”.
- iii) Produtos financeiros que tenham como objetivo investimentos sustentáveis, frequentemente apelidados de “*produtos do art. 9.º*” ou “*dark green products*”.

Uma vez que não concordamos com a designação de “*light green*” ou “*dark green*”, na medida em que apenas têm em conta o fator ambiental, em negligência dos outros fatores de sustentabilidade (o fator social e de governação), que são, e bem, considerados ao longo do SFDR, e em específico no art. 8.º e no art. 9.º, adotaremos doravante apenas a designação de “*produto do art. 8.º*” ou “*produto do art. 9.º*”<sup>109</sup>.

---

<sup>108</sup> Cfr. ZETZSCHE, Dirk A. / ANKER-SØRENSEN, Linn, *op. cit.*, pp. 91-92.

<sup>109</sup> Na senda de PAULO CÂMARA, posição que subscrevemos inteiramente. V. CÂMARA, Paulo, *The Systemic Interaction Between Corporate Governance and ESG*, *op. cit.*, p. 28.

No que concerne aos produtos financeiros abrangidos pelo escopo do art. 6.º, importa, preliminarmente, trazer à colação a referência a este art. *supra*, a propósito dos deveres jurídicos em matéria de gestão de risco.

Conforme analisado, resulta do art. 6.º um dever de divulgação nas informações pré-contratuais relativo ao modo como os intervenientes no mercado financeiro integram os riscos em matéria de sustentabilidade nas decisões de investimento, bem como os resultados da avaliação quanto aos potenciais impactos resultantes dos riscos em matéria de sustentabilidade no rendimento dos produtos financeiros disponibilizados<sup>110</sup>. A acrescer a estes elementos, caso considerem que estes riscos não são relevantes, devem ainda incluir nestas descrições uma explicação clara e concisa para tal, seguindo uma abordagem *comply or explain*<sup>111</sup>. Já o n.º 3 dispõe sobre o modo como estas informações devem ser divulgadas, fazendo depender o modo de divulgação consoante o interveniente no mercado financeiro que esteja em causa.

De frisar, ainda, que o dever de informação pré-contratual consagrado no art. 6.º é aplicável a todos os produtos financeiros, ainda que não promovam características ou objetivos de sustentabilidade. Com efeito, as regras que emanam do art. 6.º devem ser cumpridas para cada produto financeiro, sendo que, a este dever de divulgação de informações pré-contratuais podem acrescer os deveres previstos no art. 8.º ou no art. 9.º, caso promovam características de sustentabilidade ou tenham como objetivo investimentos sustentáveis, respetivamente.

No que respeita aos produtos financeiros do art. 8.º, que são produtos que promovem características ambientais e/ou sociais, na condição de as empresas beneficiárias dos investimentos respeitarem as práticas de boa governação, pese embora não seja o seu objetivo principal realizar investimentos sustentáveis, cabe atender, naturalmente, ao art. 8.º do SFDR.

Sempre que os intervenientes no mercado financeiro proponham um produto financeiro que promove características ambientais ou sociais, devem, na divulgação de informações pré-contratuais a propósito do art. 6.º, n.ºs 1 e 3, incluir informações sobre o modo como as características ambientais ou sociais, ou uma combinação de ambas, são alcançadas; adicionalmente, se porventura designaram um índice de referência, caber-lhes-á ainda divulgar informações sobre se e de que forma o índice designado corresponde

---

<sup>110</sup> Art. 6.º, n.º 1.

<sup>111</sup> Art. 6.º, n.º 1, 2º parágrafo.

a essas características<sup>112</sup>. No caso de terem designado um índice de referência, devem acrescentar ainda uma indicação do local onde é possível consultar a metodologia utilizada para o cálculo do índice<sup>113</sup>.

Quando os intervenientes no mercado financeiro proponham um produto financeiro que tenha como objetivo investimentos sustentáveis, deverão acrescentar às informações pré-contratuais a divulgar nos termos do art. 6.º, n.ºs 1 e 3 as informações impostas pelo art. 9.º, que cumpre analisar.

Sempre que tenha sido designado um índice de referência, os intervenientes no mercado financeiro devem incluir nas divulgações pré-contratuais informações sobre a forma como o índice que designaram se encontra alinhado com o objetivo que definiram, e ainda uma explicação sobre por que motivo e de que forma esse índice difere de um índice geral de mercado<sup>114</sup>. Diversamente, quando não tenham designado um índice de referência, têm ainda de acrescentar uma explicação da forma como esse objetivo deverá ser alcançado<sup>115</sup>.

Se porventura o produto financeiro tenha como objetivo a redução das emissões de carbono, exige-se ainda a título de informações pré-contratuais a divulgação do objetivo de exposição a baixas emissões de carbono do produto, de modo a alcançar os objetivos de longo prazo referentes ao aquecimento global definidos no Acordo de Paris<sup>116</sup>. No mais, e em derrogação do n.º 2 do art. 9.º, caso não esteja disponível nenhum índice de referência da UE para a transição climática ou alinhado com o Acordo de Paris<sup>117</sup>, devem acrescentar uma *“explicação pormenorizada da forma como é assegurado o esforço continuado para alcançar o objetivo de redução das emissões de carbono, a fim de alcançar os objetivos de longo prazo relativos ao aquecimento global do Acordo de Paris”*<sup>118</sup>.

A acrescentar, quando tenham designado um índice de referência, referido no art. 9.º, n.º 1 e n.º 3, 2.º parágrafo, terão de indicar o local onde é possível consultar a metodologia utilizada para o cálculo dos mesmos<sup>119</sup>.

---

<sup>112</sup> Art. 8.º, n.º 1.

<sup>113</sup> Art. 8.º, n.º 2.

<sup>114</sup> Art. 9.º, n.º 1.

<sup>115</sup> Art. 9.º, n.º 2.

<sup>116</sup> Art. 9.º, n.º 3.

<sup>117</sup> Em conformidade com o Regulamento (UE) 2016/1011.

<sup>118</sup> Art. 9.º, n.º 3, 2.º parágrafo.

<sup>119</sup> Art. 9.º, n.º 4.

Finda a análise respeitante aos deveres de transparência a propósito da divulgação de informações pré-contratuais, importa proceder à análise dos deveres de transparência da promoção das características ambientais ou sociais e dos investimentos sustentáveis nos relatórios periódicos.

Neste quadro, sempre que os intervenientes no mercado financeiro proponham um produto financeiro que promova características ambientais ou sociais, ou que tenha como objetivo investimentos sustentáveis, ficam sujeitos a um dever de transparência a respeito das informações a fornecer nos relatórios periódicos, devendo incluir nestes relatórios as informações previstas nas al. do art. 11.º, n.º 1, que por ora cabe analisar.

Se, por um lado, for um produto financeiro que promova características ambientais ou sociais, deverão descrever nos relatórios periódicos *“em que medida são alcançadas as características ambientais ou sociais”*<sup>120</sup>.

Se, por outro lado, for um produto financeiro que tenha como objetivo investimentos sustentáveis, deverão descrever nos relatórios periódicos:

- a) *“o impacto global do produto financeiro em matéria de sustentabilidade, através de indicadores de sustentabilidade relevantes; ou*
- b) *caso tenha sido designado um índice de referência, uma comparação entre o impacto global do produto financeiro em matéria de sustentabilidade com os impactos do índice designado e de um índice geral através de indicadores de sustentabilidade”*<sup>121</sup>.

Por fim, o art. 11.º, n.º 2 consagra a forma como estas informações devem ser divulgadas, especificando ao longo das suas al. o modo de divulgação que cada entidade deve, em concreto, adotar.

Sem embargo, como referimos, o TR veio complementar as regras de transparência na divulgação de informações pré-contratuais e nos relatórios periódicos estabelecidas no SFDR, a fim de aumentar a transparência e procurando que *“os intervenientes no mercado financeiro ofereçam aos investidores finais uma medida objetiva que lhes permita comparar a proporção dos investimentos que financiam atividades económicas sustentáveis do ponto de vista ambiental”*<sup>122</sup>.

---

<sup>120</sup> Art. 11.º, n.º 1, al. a).

<sup>121</sup> Art. 11.º, n.º 1, al. b).

<sup>122</sup> Considerando 19 TR.

Neste quadro, os arts. 5.º, 6.º e 7.º TR complementam os arts. 9.º, 8.º e 6.º SFDR, respetivamente, no que toca aos deveres de informação. Importa, primordialmente, principiar a nossa análise pelo art. 5.º TR, porquanto incorpora uma peça chave das regras de transparência estabelecidas no Regulamento.

Ao abrigo do art. 9.º, n.º 4-A e do 11.º, n.º 1, al. c) SFDR, os intervenientes no mercado financeiro devem incluir nas informações pré-contratuais e nos relatórios periódicos a divulgar nos termos do art. 6.º, n.º 3 e 11.º, n.º 2, respetivamente, as informações exigidas por força do art. 5.º TR<sup>123</sup>.

Nesta esfera, o art. 5.º TR consagra regras de transparência relativas aos produtos financeiros que tenham como objetivo investimentos sustentáveis e que, em adição, invistam numa atividade económica que contribua para um objetivo ambiental na aceção do art. 2.º, ponto 17 SFDR.

Em resultado, sempre que um produto financeiro tenha como objetivo investimentos sustentáveis do ponto de vista ambiental, acrescem aos deveres de divulgação pré-contratuais e nos relatórios periódicos as informações requeridas no art. 5.º TR, que cabe analisar.

Conforme resulta da al. a) deste art. 5.º, os intervenientes no mercado financeiro devem incluir informações sobre o ou os objetivos ambientais para os quais contribui o investimento subjacente ao produto financeiro, nos termos determinados pelo art. 9.º TR<sup>124</sup>. Com efeito, o produto financeiro deve contribuir para um ou vários destes objetivos ambientais: “**a) a mitigação das alterações climáticas; b) a adaptação às alterações climáticas; c) a utilização sustentável e proteção dos recursos hídricos e marinhos; d) a transição para uma economia circular; e) a prevenção e o controlo da poluição; f) a proteção e o restauro da biodiversidade e dos ecossistemas**”<sup>125</sup>.

A par das informações sobre o ou os objetivos ambientais para os quais contribui o investimento subjacente ao produto financeiro, devem ainda incluir uma “*descrição da forma e em que medida os investimentos subjacentes ao produto financeiro financiam atividades económicas que são qualificadas como sustentáveis do ponto de vista ambiental*”, em conformidade com o art. 3.º TR<sup>126</sup>.

---

<sup>123</sup> Art. 9.º, n.º 4.-A SFDR.

<sup>124</sup> Art. 5.º TR, 1.º parágrafo, al. a).

<sup>125</sup> Art. 9.º TR, negrito nosso.

<sup>126</sup> Art. 5.º TR, 1.º parágrafo, al. b).

No mais, a descrição tem de especificar qual é a proporção dos investimentos em atividades económicas sustentáveis do ponto de vista ambiental definidas para o produto, tendo ainda de englobar pormenores relativamente às “*proporções das atividades capacitantes e das atividades de transição referidas, respetivamente, no art. 16.º e no art. 10.º, n.º 2, em percentagem de todos os investimentos selecionados para o produto financeiro*”<sup>127</sup>.

Com vista a determinar em que grau um investimento é sustentável do ponto de vista ambiental, na senda do art. 3.º TR, uma atividade económica só poderá ser qualificada como sustentável do ponto de vista ambiental se essa atividade económica:

- a) Contribuir substancialmente para um ou mais dos objetivos ambientais definidos no art. 9.º, supracitados, ao abrigo dos arts. 10.º a 16.º TR;
- b) Não prejudicar significativamente nenhum dos objetivos ambientais definidos no art. 9.º, supracitados, de acordo com o art. 17.º TR;
- c) For exercida em conformidade com as salvaguardas mínimas consagradas no art. 18.º TR; e
- d) Satisfizer os critérios técnicos de avaliação estabelecidos pela Comissão de acordo com o definido nos arts. 10.º, n.º 3, 11.º, n.º 3, 12.º, n.º 2, 13.º, n.º 2, 14.º, n.º 2, ou 15.º, n.º 2, todos do TR <sup>128</sup>.

A este título, cabe enfatizar as referências ao “*princípio de não prejudicar significativamente*” o objetivo de investimento sustentável nas al. b) e c). A um tempo, a al. b) consagra um critério negativo para considerar o investimento como sustentável, na medida em que não pode prejudicar significativamente os objetivos do art. 17.º TR<sup>129</sup>. A outro tempo, a al. c) apresenta um critério positivo, no sentido em que exige que as empresas beneficiárias estejam alinhadas com as Diretrizes da OCDE para as Empresas Multinacionais e bem assim pelos UNGP’s<sup>130</sup>. A esta luz, a conformidade com o “*princípio de não prejudicar significativamente*” é critério necessário para avaliar se o investimento garante a realização do objetivo sustentável.

Finda a análise aos deveres de divulgação de informações pré-contratuais e nos relatórios periódicos aos quais os produtos do art. 9.º estão sujeitos, emergentes do art. 5.º TR, cumpre analisar estes deveres no que respeita aos produtos do art. 8.º.

---

<sup>127</sup> Art. 5.º TR, 2.º parágrafo.

<sup>128</sup> Art. 3.º TR.

<sup>129</sup> V. Art. 17.º TR.

<sup>130</sup> V. Art. 18.º TR.

Ao abrigo do art. 8.º, n.º 2-A e do 11.º, n.º 1, al. d) SFDR, sempre que os intervenientes no mercado financeiro disponibilizem um produto financeiro que promova características ambientais ou sociais, devem acrescer às informações a divulgar os termos do art. 6.º n.ºs 1 e 3 e do 11.º, n.º 2 SFDR as informações exigidas por força do art. 6.º TR.

Neste quadro, conforme resulta do 1.º parágrafo do art. 6.º TR, os intervenientes no mercado financeiro que definam um produto financeiro como sendo um produto do art. 8.º, e, em adição, sempre que este promova características ambientais, devem, *mutatis mutandis*, aplicar o disposto no art. 5.º TR<sup>131</sup>. Com efeito, ficam adstritos aos deveres de divulgação de informações pré-contratuais e nos relatórios periódicos nos termos do art. 5.º TR, com as necessárias adaptações, já analisados.

No mais, as informações a divulgar por força do art. 6.º, n.º 3, e do art. 11.º, n.º 2 SFDR, devem ser acompanhadas da seguinte declaração: “*«O princípio de «não prejudicar significativamente» aplica-se apenas aos investimentos subjacentes ao produto financeiro que tenham em conta os critérios da UE aplicáveis às atividades económicas sustentáveis do ponto de vista ambiental. Os investimentos subjacentes à parte remanescente deste produto financeiro não têm em conta os critérios da UE aplicáveis às atividades económicas sustentáveis do ponto de vista ambiental.»*”<sup>132</sup>.

Por fim, no que concerne aos restantes produtos financeiros, conhecidos como “*produtos do art. 6.º*”, porquanto não promovem características de sustentabilidade, estando apenas sujeitos aos deveres de informação constantes no art. 6.º, n.º 3, e no art. 11.º, n.º 2 SFDR, por força do art. 7.º TR as informações a divulgar ao abrigo destes referidos arts. devem ser acompanhadas da seguinte declaração “*«Os investimentos subjacentes a este produto financeiro não têm em conta os critérios da UE aplicáveis às atividades económicas sustentáveis do ponto de vista ambiental.»*”<sup>133</sup>.

Finda a análise, concluímos que o TR atualmente apenas define investimentos sustentáveis do ponto de vista ambiental, não abarcando qualquer indicador ou fator social ou de governação além da remissão para as medidas de salvaguarda do art. 18.º TR, inexistindo uma taxonomia social<sup>134</sup>. Em oposição, o SFDR tem em consideração todos

---

<sup>131</sup> Art. 6.º TR, 1.º parágrafo.

<sup>132</sup> Art. 6.º TR, 2.º parágrafo.

<sup>133</sup> Art. 7.º TR, 2.º parágrafo.

<sup>134</sup> V. OCH, Marleen, *Sustainable Finance and the EU Taxonomy Regulation – Hype or Hope?*, 2020, pp. 13-14.

os fatores de sustentabilidade<sup>135</sup>, apenas considerando como investimentos sustentáveis aqueles que contribuam para objetivos ambientais, sociais e que respeitem boas práticas de governação. Mesmo o art. 8.º permite os produtos financeiros promovam apenas características sociais, sendo o respeito pelas boas práticas de governação uma condição patente em todos os produtos do art. 8.º e 9.º.

Deste modo, pese embora a incoerência com a estratégia da UE<sup>136</sup>, e ainda que a “*mandatory disclosure trinity*” deva ser conjugada e analisada em conjunto com outras medidas<sup>137</sup>, exige-se que também a taxonomia salvguarde a prossecução de todos os fatores de sustentabilidade, e que não venha tarde<sup>138</sup>.

Releva referir que quando os intervenientes no mercado financeiro classificam o produto como sustentável, e ainda que não o seja à luz do TR, basta explicarem de que forma prosseguem estes objetivos de sustentabilidade, devendo a informação ser clara, concisa, simples e não induzir em erro<sup>139</sup>.

Ultimada a análise relativa aos deveres de informação pré-contratuais e nos relatórios periódicos que têm de ser cumpridos para cada produto financeiro, cabe, ainda no âmbito dos deveres de informação e bem assim no âmbito dos deveres a nível de classificação dos produtos financeiros, atender ao art. 10.º SFDR.

O art. 10.º consagra regras de transparência nos sítios Web que devem ser cumpridas pelos intervenientes no mercado financeiro para cada produto que promova características ambientais ou sociais, ou que tenha como objetivo investimentos sustentáveis. Como tal, representam, igualmente, deveres a nível do produto financeiro.

Com efeito, para cada um destes produtos financeiros, o n.º 1 do art. 10.º exige a publicação pelos intervenientes no mercado financeiro nos respetivos sítios Web das

---

<sup>135</sup> Na aceção do art. 2.º, ponto 17, exige-se que o investimento seja realizado em atividades económicas que contribuam para um objetivo de natureza ambiental e social, sob condição de as empresas beneficiárias respeitarem as boas práticas de governação.

<sup>136</sup> Por exemplo, veja-se o Pacto Ecológico Europeu, que refere que “a Comissão irá propor um mecanismo para uma transição justa, que inclua um fundo para a transição justa, de modo a não deixar ninguém para trás”, CE, *Pacto Ecológico Europeu*, 2019, p. 18.

<sup>137</sup> V. ROLO, António Garcia, op. cit., pp. 194 ss. “*Mandatory disclosure trinity*” compreende o SFDR, o RT, e a NFRD.

<sup>138</sup> Na medida em que é expectável que só tenhamos divulgações completas e à luz do pretendido daqui a alguns anos, é urgente a implementação de uma taxonomia social. Alguns autores acreditam que o impacto da taxonomia só será bem analisado e compreendido possivelmente em 2030. Nesta senda, V. ZETZSCHE, Dirk A./ANKER-SØRENSEN, Linn, op. cit., p. 99.

<sup>139</sup> *Ibid*, p. 98. Para os autores, vai ao encontro da estratégia de “*nudging approach*” da UE.

informações referidas nos arts. 8.º e 9.º, das referidas no art. 11.º<sup>140</sup>, bem como dos seguintes elementos:

- a) *“Uma descrição das características ambientais ou sociais ou do objetivo de investimento sustentável;*
- b) *Informação sobre as metodologias utilizadas para avaliar, medir e monitorizar as características ambientais ou sociais do impacto dos investimentos sustentáveis selecionados para o produto financeiro, incluindo as suas fontes de dados, os critérios de análise para os ativos subjacentes e os indicadores de sustentabilidade relevantes utilizados para medir as características ambientais ou sociais ou o impacto global do produto financeiro em matéria de sustentabilidade;”<sup>141</sup>.*

A acrescer, estas informações a divulgar devem ser *“claras, concisas e compreensíveis para os investidores. Devem ser publicadas de forma exata, justa, clara, que não induza em erro, simples e concisa, e num local bem visível do sítio Web”<sup>142</sup>*. A par disso, cabe-lhes manter as informações sempre atualizadas, caso as alterem, exige-se que publiquem *“uma explicação clara dessa alteração no mesmo sítio Web”<sup>143</sup>*.

Finalmente, de modo a concluir a análise aos deveres de informação a nível do produto financeiro, cumpre proceder para a análise aos deveres consagrados nos RTS, na medida em que especificam o conteúdo, as metodologias e as informações a fornecer no domínio destes deveres. Neste âmbito, os RTS compilam num só regulamento todas as normas técnicas de regulamentação exigidas ao abrigo dos arts. 8.º, n.ºs 3 e 4, 9.º, n.ºs 5 e 6, 10.º, n.º 2, e 11.º, n.ºs 4 e 5 SFDR.

O Capítulo III RTS complementa e uniformiza as regras de divulgação de informações pré-contratuais estatuídas no art. 8.º e 9.º SFDR, que deverão ser incluídas nas informações pré-contratuais a divulgar nos termos do art. 6.º, n.º 3.

Para os produtos que promovem características ambientais ou sociais, as informações pré-contratuais a divulgar à luz do art. 8.º devem ser apresentadas de acordo com o modelo definido no Anexo II RTS<sup>144</sup>, preenchido nos termos estabelecidos na Secção 1 do Capítulo III RTS, do art. 14.º a 17.º.

---

<sup>140</sup> Art. 10.º, n.º 1, 1.º parágrafo, al. c) e d), respetivamente, SFDR.

<sup>141</sup> Art. 10.º, n.º 1, 1.º parágrafo, al. a) e b), respetivamente.

<sup>142</sup> Art. 10.º, n.º 1, 2.º parágrafo.

<sup>143</sup> Art. 12.º, n.º 1 e Considerando 26.

<sup>144</sup> Art. 14.º, n.º 1 RTS.

Por outro lado, para os produtos que tenham como objetivo investimentos sustentáveis, as informações pré-contratuais a divulgar ao abrigo do art. 9.º e da Secção 2 do Capítulo III RTS, devem ser apresentadas em conformidade com o formato previsto no modelo definido no anexo III RTS<sup>145</sup>. O anexo deverá ser preenchido em conformidade com as regras previstas nos arts. 18.º e 19.º, sendo que importa dar nota que às regras previstas nos RTS a respeito dos produtos do art. 9.º, são aplicáveis, *mutatis mutandis*, as referentes aos produtos do art. 8.º<sup>146</sup>.

Em contrapartida, o Capítulo V RTS complementa os deveres de divulgação de informações nos relatórios periódicos previstos no art. 11.º, que deverão seguir num anexo à documentação ou informação referida no art. 11.º, n.º 2.

No concernente aos produtos que promovem características ambientais ou sociais, deverão apresentar a informação exigida pelo art. 11.º, n.º 1 de acordo com o modelo definido no Anexo IV RTS<sup>147</sup>, que deverá ser preenchido nos termos dispostos na secção 1 do Capítulo V RTS, arts. 50.º a 57.º.

Por seu turno, quando proponham produtos financeiros que têm como objetivo o investimento sustentável deverão apresentar a informação requerida no art. 11.º, n.º 1 em conformidade com o modelo definido no Anexo V RTS<sup>148</sup>, e à luz do disposto na secção 2 do Capítulo V, arts. 58.º a 63.º RTS.

Por fim, cumpre atender ao Capítulo IV RTS, que complementa os deveres de divulgação de informações sobre o produto financeiro no sítio Web, e, por conseguinte, o art. 10.º.

A informação prevista no art. 10.º deve ser publicada, para cada produto financeiro, numa secção distinta intitulada «*Informações relacionadas com a sustentabilidade*», onde se encontrar a restante informação relacionada com o produto, incluindo as comunicações de *marketing*. A acrescer, exige-se que identifiquem claramente o produto a que a informação se refere, e ainda que apresentem de forma bem visível as características ambientais e/ou sociais ou o objetivo de investimento sustentável concernente a esse produto<sup>149</sup>.

---

<sup>145</sup> Art. 18, n.º 1 RTS.

<sup>146</sup> O art. 18.º, *mutatis mutandis*, remete para o art. 15.º RTS.

<sup>147</sup> Art. 50.º RTS.

<sup>148</sup> Art. 58.º RTS.

<sup>149</sup> Art. 23.º RTS.

As informações a publicar no sítio Web relativas aos produtos financeiros que promovem características ambientais ou sociais deve seguir os termos definidos nos arts. 25.º a 36.º RTS, de acordo com a ordem e as secções estipuladas no art. 24.º RTS<sup>150</sup>.

Já no que toca aos produtos que tenham como objetivo investimentos sustentáveis, exige-se que as informações a publicar nos seus *websites* seja feita segundo os arts. 38.º a 49.º RTS, respeitando a ordem e as secções previstas no art. 37.º RTS.

Concluindo o capítulo, importa ficar claro que os intervenientes no mercado financeiro têm o dever de classificar os seus produtos financeiros de acordo com as classificações previstas no art. 6.º, 8.º e 9.º SFDR. Deste modo, terão de apresentar os produtos como um produto sem características de sustentabilidade (art. 6.º), um produto que promove características ambientais ou sociais (art. 8.º), ou um produto que tem como objetivo investimentos sustentáveis (art. 9.º). *A posteriori*, para cada produto financeiro, e consoante a sua classificação, emergem deveres jurídicos de informação no âmbito das informações pré-contratuais (arts. 6.º, 8.º e 9.º) nos sítios Web (art. 10.º), e nos relatórios periódicos (art. 11.º).

Como é evidente, estas regras são bastante complexas e exigentes para os intervenientes no mercado financeiro, representando custos elevados e exigindo um esforço acrescido de adaptação que dificilmente será exequível nos primeiros tempos de aplicação, pelo menos da forma pretendida.

---

<sup>150</sup> V. secção 1 do Capítulo IV.

## Conclusões

Finda a análise aos deveres jurídicos através deste diploma impostos às instituições financeiras, tanto a nível da entidade como a nível do produto, somos levados a concluir que a proteção dos investidores e a redução das assimetrias de informação entre mandante-mandatário foram bem conseguidos pelo SFDR e pelas normas que o complementam.

Neste quadro, o SFDR consagra obrigações a nível da entidade, nos arts. 3.º- 5.º, que impõem alterações nas políticas de todos os intervenientes no mercado financeiro, e ainda a nível do produto financeiro, nos arts. 6.º-11.º, que preveem deveres específicos de divulgação. A divulgação de informações terá de ser adicionada no âmbito das informações pré-contratuais, nos relatórios periódicos, e nos sítios Web.

Os investidores finais terão acesso a mais informações, divulgadas de forma harmonizada, simples e concisa. A este título, os Anexos aos RTS são bastante claros e de acessível compreensão, e tendo em conta o grau de tecnicidade que exigem para o preenchimento, cremos que os Anexos estão bem conseguidos. Com efeito, os investidores finais conseguem tomar decisões informadas, podendo canalizar mais capital para instituições financeiras e produtos sustentáveis. A par disto, o fim último é diminuir o investimento em atividades económicas não sustentáveis, o que contribui para a redução dos riscos de sustentabilidade e, por conseguinte, dos riscos financeiros.

Não obstante, o Regulamento não se encontra isento de críticas e estará sujeito a vários desafios, principalmente no início da sua vigência.

Desde logo, as instituições financeiras ficam dependentes de terceiros não sujeitos ao SFDR, que na maioria dos casos não são obrigados a divulgar informações, assumindo um efeito cascata e que as empresas beneficiárias irão divulgar de forma voluntária para continuarem a receber investimento. Em Portugal, país com um tecido empresarial composto essencialmente por PME, este desafio será ainda mais acrescido, pelo que apesar da luz verde dada pelo Conselho para a publicação da CSRD a 28 de novembro, esta Diretiva apenas impõe deveres de comunicação a PMEs cotadas, e a partir de 2026, o que não terá grande impacto em Portugal. O que se pretende é que as PMEs não cotadas sejam incentivadas a divulgar estas informações voluntariamente. Não obstante, conscientes dos custos financeiros que representam estas informações, espera-se que os Estados-Membros criem medidas de apoio para a aplicação voluntária.

O “*nudging approach*” seguido pela UE, mediante o recurso a regras de *comply or explain*, permitirá uma flexibilidade suficiente para que os intervenientes no mercado financeiro possam dar os primeiros passos de divulgação destas matérias, ainda que sem acesso a muitos dados, e permitirá assim que a CE possa aumentar gradualmente os indicadores dos RTS, e implementar novas exigências. Portanto, será um caminho a longo prazo, em que as regras de divulgação serão mais detalhadas no futuro, prevendo-se que estes tempos iniciais ajudem a desenvolver melhores mecanismos de compreensão e mensuração dos riscos, e informação mais detalhada.

A par disso, estas medidas são completamente inovatórias, não havendo, para já, paralelo noutras jurisdições. Acreditamos que é por isso que a UE seguiu uma estratégia de “*nudging approach*”, e atendendo a que o SFDR é aplicável a empresas de investimento com sede em países terceiros, faz sentido que a abordagem não seja sancionatória, mas sim de incentivo, transitando de um “*nice to have*” para um “*must have*”.

Os prazos exigidos para as divulgações dos SFDR foram bastante reduzidos tendo em conta o esforço que requeria a sua prontidão a tempo, em termos de recursos financeiros e humanos. Por exemplo, os RTS foram publicados no JO a 25 de julho de 2022, sendo aplicáveis a partir de 1 de janeiro de 2023. Felizmente, as alterações face aos *drafts* não foram muito relevantes; caso contrário seria quase impraticável o esforço de adaptação.

No mais, consideramos que as autoridades competentes para monitorizar o cumprimento dos requisitos emergentes do SFDR<sup>151</sup> não devem ser insensíveis à exigência de adaptação, devendo até, em oposição, cooperar e apoiar as instituições financeiras a compreender estes requisitos, ouvindo-os e esclarecendo todas as suas dúvidas. Neste âmbito, as cartas das ESAs à CE têm tido um papel preponderante em clarificar todas as questões práticas que muitas vezes se levantaram<sup>152</sup>. Como tal, as autoridades de supervisão devem, nos primeiros anos de vigência do regime, ser mais benevolentes e apoiar as instituições financeiras neste caminho de adaptação que se prevê longo.

Em adição, os custos (muito) elevados que estas medidas acarretam, especialmente a nível da recolha, análise e avaliação dos dados, que nem sempre estão acessíveis, aos

---

<sup>151</sup> Sobre as autoridades competentes, V. art. 14.º.

<sup>152</sup> Cfr. FRADE, Joana/FROUMOUTH, Julien, *ESG Reporting*, in: CÂMARA, Paulo/MORAIS, Filipe, *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*, op.cit., pp. 239-241.

quais, na falta de capacidade por parte da instituição, acrescerá o custo de recorrer a terceiros para dar cumprimento a estas medidas(*outsourcing*)<sup>153</sup>, poderão incentivar a que as empresas divulguem que não consideram nas suas decisões os principais impactos negativos sobre a sustentabilidade, ou que os produtos financeiros não têm objetivos sustentáveis ou não promovem características de sustentabilidade apenas para não serem sobrecarregados com estes custos, e muito menos com todas os riscos de responsabilidade que daqui emergem<sup>154</sup>.

A questão mais importante por responder neste âmbito é a seguinte: *quem é que suportará os custos?* Tudo junto, para alguns autores, poderá conduzir a que os produtos com objetivos sustentáveis se tornem um produto de nicho, que é demasiado caro, ao invés de *mainstream*<sup>155</sup>, como se expectava.

A sustentabilidade deve ser seguida em função dos três fatores ESG, sendo um caminho longo e necessário a tomar pelo mundo inteiro, e, sendo a UE a dar os primeiros passos, espera-se um impacto ainda mais positivo: transição menos dolorosa, e mais sustentada.

---

<sup>153</sup> Sobre os riscos de *outsourcing*, V. ROLO, António Garcia, op.cit., p. 209.

<sup>154</sup> Prevê-se que o risco de responsabilidade aumente consideravelmente devido ao SFDR, principalmente a título de ações por violação dos deveres de informação pré-contratuais por falsas declarações ou práticas abusivas em matéria de vendas.

<sup>155</sup> V. ZETZSCHE, Dirk A./ANKER-SØRENSEN, Linn, op. cit., pp. 90 ss.

## Bibliografia

BOLTON, Patrick, et al., *The green swan Central banking and financial stability in the age of climate change*, (2020) disponível em: <https://www.bis.org/publ/othp31.pdf> (consultado em 29 de novembro de 2022).

BUSCH, Danny, et al. (eds.), *Sustainable Finance in Europe*, EBI Studies in Banking and Capital Markets Law, Springer, 2021.

CÂMARA, Paulo, *A Comissão de Remunerações*, in: Revista de Direito das Sociedades, ano III, n.º 1, Coimbra, Almedina, 2011, [9-52].

CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4ª Edição, Almedina, Coimbra, 2018.

CÂMARA, Paulo, *O governo societário dos bancos – em particular, as novas regras e recomendações sobre remuneração na banca*, in: Revista de Direito das Sociedades, ano IV, n.º 1, Almedina, Coimbra, 2012, [9-46].

CÂMARA, Paulo / MORAIS, Filipe (ed.), *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*, Springer, 2022.

CÂMARA, Paulo, *The Systemic Interaction Between Corporate Governance and ESG*, in: CÂMARA, Paulo / MORAIS, Filipe (ed.), *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*, chapter 1, [3-40], Springer, 2022.

CARNEY, Mark, *VALUE(S), Building a better world for all*, HarperCollins Publishers, London, 2021.

CHIU, Iris H-Y, *Building a Single Market for Sustainable Finance in the EU-Idealism, Policy and Mixed Messages*, 2020, disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3631946](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3631946) (consultado em 29 de novembro de 2022).

FERRARINI, Guido / MOLONEY, Niamh / UNGUREANU, Maria Cristina, *Understanding Directors' Pay in Europe: A Comparative and Empirical Analysis*, Law Working Paper N°126/2009, ECGI Working Paper Series in Law, 2009. Disponível em: [https://ecgi.global/sites/default/files/working\\_papers/documents/SSRN-id1418463.pdf](https://ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/SSRN-id1418463.pdf) (consultado em 29 de novembro de 2022).

FRADE, Joana/FROUMOUTH, Julien, *ESG Reporting*, in: CÂMARA, Paulo/MORAIS, Filipe, *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*, chapter 12, [231-248], Springer, 2022.

GONÇALVES, Diogo Costa, *A remuneração dos administradores das instituições de crédito: o comité de remunerações*, in: *Revista de Direito das Sociedades*, Ano VII, n.º 3/4, [509-533], Almedina, Coimbra, 2015.

GRÜNEWALD, Seraina, *Climate Change as a Systemic Risk in Finance: Are Macroprudential Authorities Up to the Task?*, in: BUSCH, Danny, et al. (eds.), *Sustainable Finance in Europe*, EBI Studies in Banking and Capital Markets Law, Chapter 7, [227-257], Springer, 2021.

LABINI, Stefania Sylos / IANNUZZI, Antonia Patrizia / D'APOLITO, Elisabetta, "Responsible" Remuneration Policies in Banks: A Review of Best Practices in Europe, In: LA TORRE, Mario / CHIAPPINI, Helen (eds.) *Socially Responsible Investments*, *Palgrave Studies in Impact Finance*, Chapter 2, [5-36], Palgrave Pivot, Cham., 2019.

LOVISOLO, Sara, *Climate Change as a Threat to Financial Stability: Can Solutions to This Problem Accelerate the Transition to a Low-Carbon Economy? A Critical Review of Policy and Market-Based Approaches*, in: BUSCH, Danny, et al. (eds.), *Sustainable Finance in Europe*, EBI Studies in Banking and Capital Markets Law, Chapter 8, [259-274], Springer, 2021.

MATOS, Inês Serrano de, *ESG and Executive Remuneration*, in: CÂMARA, Paulo/MORAIS, Filipe, *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*, *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*, chapter 15, [287-303], Springer, 2022.

McMICHAEL, Tonny, *Health risks, present and future, from global climate change*, BMJ, Londres, 2012, disponível em: [https://openresearch-repository.anu.edu.au/bitstream/1885/95669/1/01\\_McMichael\\_Health\\_risks%2C\\_present\\_and\\_2012.pdf](https://openresearch-repository.anu.edu.au/bitstream/1885/95669/1/01_McMichael_Health_risks%2C_present_and_2012.pdf) (consultado em 29 de novembro de 2022).

OCH, Marleen, *Sustainable Finance and the EU Taxonomy Regulation – Hype or Hope?*, Jan Ronse Institute for Company & Financial Law Working Paper No. 2020/05, 2020, disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3738255](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3738255) (consultado em 29 de novembro de 2022).

RISO, Antonio Luca, *Which Role for the Prudential Supervision of Banks in Sustainable Finance?*, in: BUSCH, Danny, et al. (eds.), *Sustainable Finance in Europe*, EBI Studies in Banking and Capital Markets Law, Chapter 9, [275-325], Springer, 2021.

ROLO, António Garcia, *ESG and EU Law: From the Cradle of Mandatory Disclosure to More Forceful Steps*, in: CÂMARA, Paulo / MORAIS, Filipe, *The*

*Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*, Chapter 10, [191-215], Springer, 2022.

SÁ, Mafalda de, *ESG And Banks: Towards Sustainable Banking In The European Union*, in: CÂMARA, Paulo / MORAIS, Filipe, *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*, chapter 19, [375-398], Springer, 2022.

SANTOS, Filipe Duarte, *Alterações Climáticas*, Ensaios da Fundação, Fundação Francisco Manuel dos Santos, Lisboa, 2021.

VAN CAENEGEM, Arnaud / VAN DE WERVE, Tanguy, *Regulating Sustainability Communications in the Financial Services Sector: The Sustainable Finance Disclosure Regulation*, in: V. Colaert (ed.), *Sustainable Finance in Europe and Belgium*, Anthemis, 2021, disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4064053](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4064053) (consultado em 29 de novembro de 2022).

ZETZSCHE, Dirk A. / ANKER-SØRENSEN, Linn, *Towards a Smart Regulation of Sustainable Finance*, in: CÂMARA, Paulo / MORAIS, Filipe, *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*, Chapter 4, [87-113], Springer, 2022.

### **Relatórios Oficiais e outros elementos relevantes**

BANCO CENTRAL EUROPEU, *Guia sobre Riscos Climáticos e Ambientais*, 2020, disponível em: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202011finalguideonclimate-relatedandenvironmentalrisks~58213f6564.pt.pdf> (consultado em 29 de novembro de 2022).

CLEMENT, Viviane, et al., *Groundswell Part 2: Acting on Internal Climate Migration*. World Bank, Washington, 2021, disponível em: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/36248> (consultado em 29 de novembro de 2022).

COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Risk Outlook | 2022*, Relatório concluído em dezembro 2021, disponível em: <https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Comunicados/Documents/CMVM-RISK%20OUTLOOK%202022.pdf> (consultado em 29 de novembro de 2022).

COMISSÃO EUROPEIA, Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho Europeu, ao Banco Central Europeu, ao Comité Económico e

Social Europeu e ao Comité das Regiões: *Plano de Ação: Financiar um crescimento sustentável*, de 8 de março de 2018, disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A52018DC0097> (consultado em 29 de novembro de 2022).

COMISSÃO EUROPEIA, Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho Europeu, ao Conselho, ao Banco Central Europeu, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões: *Pacto Ecológico Europeu*, de 11 de dezembro de 2019, disponível em: [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b828d165-1c22-11ea-8c1f-01aa75ed71a1.0008.02/DOC\\_1&format=PDF](https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b828d165-1c22-11ea-8c1f-01aa75ed71a1.0008.02/DOC_1&format=PDF) (consultado em 29 de novembro de 2022).

COMISSÃO EUROPEIA, *Q&A on sustainability-related disclosures in the financial services sector (Sustainable Finance Disclosure Regulation 2019/2088)*, disponível em: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/sfdr\\_ec\\_qa\\_1313978.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/sfdr_ec_qa_1313978.pdf) (consultado em 29 de novembro de 2022).

COMISSÃO EUROPEIA, C (2022) 7545 final, 31 de outubro de 2022, disponível em: [https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/disclosures/sustainability-related-disclosure-financial-services-sector\\_en](https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/disclosures/sustainability-related-disclosure-financial-services-sector_en) (consultado em 29 de novembro de 2022).

COMITÉ EUROPEU DO RISCO SISTÉMICO, GROS, Daniel, et. al., *Too late, too sudden: Transition to a low-carbon economy and systemic risk*, Nº 6, Reports of the Advisory Scientific Committee, 2016, disponível em: [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/asc/Reports\\_ASC\\_6\\_1602.pdf](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/asc/Reports_ASC_6_1602.pdf) (consultado em 29 de novembro de 2022).

Directiva 2007/36/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de Julho de 2007, relativa ao exercício de certos direitos dos accionistas de sociedades cotadas, disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32007L0036&from=PT> (consultado em 29 de novembro de 2022).

Diretiva (UE) 2017/828, de 17 de maio de 2017, que altera a Diretiva 2007/36/CE no que se refere aos incentivos ao envolvimento dos acionistas a longo prazo, disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/ALL/?uri=CELEX%3A32017L0828> (consultado em 29 de novembro de 2022).

EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Report on Management and Supervision of ESG Risks for Credit Institutions and Investment Firms*, 2021, disponível em: [https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document\\_library/Publications/Reports/2021/1015656/EBA%20Report%20on%20ESG%20risks%20management%20and%20supervision.pdf](https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2021/1015656/EBA%20Report%20on%20ESG%20risks%20management%20and%20supervision.pdf) (consultado em 29 de novembro de 2022).

JOINT COMITEE OF THE EUROPEAN SUPERVISORY AUTHORITIES, *Clarifications on the ESAs' draft RTS under SFDR*, June 2022, disponível em: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esas-provide-clarifications-key-areas-rtis-under-sfdr> (consultado em 29 de novembro de 2022).

FINANCIAL STABILITY BOARD, *Effective Implementation of FSB Principles for Sound Compensation Practices and Implementation Standards 2021 progress report*, 2021, disponível em: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P041121.pdf> (consultado em 29 de novembro de 2022).

FINANCIAL STABILITY BOARD, *Proposal for a disclosure task force on climate-related risks*, November 2015, disponível em: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/Disclosure-task-force-on-climate-related-risks.pdf> (consultado em 29 de novembro de 2022).

FINANCIAL STABILITY BOARD, *The Implications of Climate Change for Financial Stability*, 2020, disponível em: <https://www.fsb.org/2020/11/the-implications-of-climate-change-for-financial-stability/> (consultado em 29 de novembro de 2022).

NETWORK FOR GREENING THE FINANCIAL SYSTEM, *Overview of Environmental Risk Analysis by Financial Institutions*, 2020, disponível em: [https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/overview\\_of\\_environmental\\_risk\\_analysis\\_by\\_financial\\_institutions.pdf](https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/overview_of_environmental_risk_analysis_by_financial_institutions.pdf) (consultado em 29 de novembro de 2022).

NETWORK FOR GREENING THE FINANCIAL SYSTEM, *The Macroeconomic and Financial Stability Impacts of Climate Change*, 2020, disponível em: [https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs\\_research\\_priorities\\_final.pdf](https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs_research_priorities_final.pdf) (consultado em 29 de novembro de 2022).

Proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa ao dever de diligência das empresas em matéria de sustentabilidade e que altera a Diretiva (UE) 2019/1937, disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/ALL/?uri=CELEX%3A52022PC0071> (consultado em 29 de novembro de 2022).

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) n.º 537/2014, no que respeita à comunicação de informações sobre a sustentabilidade das empresas, disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX:52021PC0189> (consultado em 29 de novembro de 2022).

Regulamento (UE) 2016/1011 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de junho de 2016, relativo aos índices utilizados como índices de referência no quadro de instrumentos e contratos financeiros ou para aferir o desempenho de fundos de investimento e que altera as Diretivas 2008/48/CE e 2014/17/UE e o Regulamento (UE) n.º 596/2014, disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32016R1011> (consultado em 29 de novembro de 2022).

WORLD ECONOMIC FORUM, *The Global Risks Report 2022*, 17ª Edição, 2022, disponível em: [https://www3.weforum.org/docs/WEF\\_The\\_Global\\_Risks\\_Report\\_2022.pdf](https://www3.weforum.org/docs/WEF_The_Global_Risks_Report_2022.pdf) (consultado em 29 de novembro de 2022).