



**ASF**

Autoridade de Supervisão  
de Seguros e Fundos de Pensões

ESTUDOS ASF



**Evolução do segmento  
de produtos *Unit-Linked*  
e caracterização geral da  
oferta e da política de  
investimentos associada a  
estes produtos, no período  
2020-2021**

## **FICHA TÉCNICA**

### **Título**

Evolução do segmento de produtos *Unit-Linked* e caracterização geral da oferta e da política de investimentos associada a estes produtos, no período 2020-2021

### **Edição**

Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões

Departamento de Análise de Riscos e Solvência

Av. da República, n.º 76

1600-205 Lisboa, Portugal

Telefone: (+351) 21 790 31 00

Endereço eletrónico: [asf@asf.com.pt](mailto:asf@asf.com.pt)

[www.asf.com.pt](http://www.asf.com.pt)

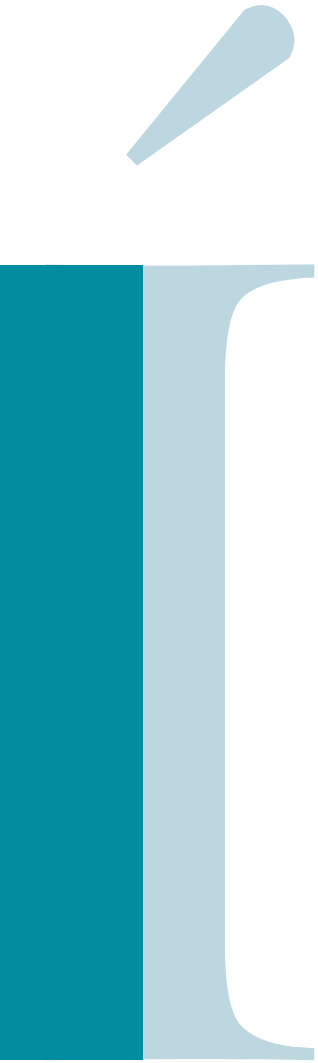
Ano de Edição: 2022



**ASF**  
Autoridade de Supervisão  
de Seguros e Fundos de Pensões

# **Evolução do segmento de produtos *unit-linked* e caracterização geral da oferta e da política de investimentos associada a estes produtos, no período 2020-2021**

Lisboa, 2022



# ÍNDICE

5	<b>Evolução do segmento de produtos <i>unit-linked</i> e caracterização geral da oferta e da política de investimentos associada a estes produtos, no período 2020-2021</b>
5	Introdução e motivação do estudo
5	Introdução
7	Motivação e objetivos do estudo
8	Apresentação sumária da estrutura e conteúdos do estudo
8	Caracterização e evolução do segmento <i>unit-linked</i>
14	Caracterização da política de investimentos dos seguros <i>unit-linked</i>
22	Caraterização geral dos tipos de produtos <i>unit-linked</i> mais subscritos em 2021
23	Conclusões



## Introdução e motivação do estudo

### Introdução

**A**té recentemente, a persistência de um ambiente prolongado de taxas de juro muito baixas constituiu um dos principais atributos da conjuntura macroeconómica e dos mercados financeiros na área do euro. Esta conjuntura perdurou e agudizou-se, ao ponto de receber sucessivas denominações em função da intensidade e duração do cenário, indo desde o *"low"*, a *"low-for-long"*, evoluindo para *"lower-for-longer"*, e chegando mesmo a ser admitida a perspetiva de *"low forever"*.

Em particular no caso do setor segurador, estas circunstâncias pressionaram significativamente a rendibilidade e solvabilidade das empresas de seguros, afetando a atratividade da oferta de novos produtos bem como a capacidade de remuneração do *stock* de produtos com garantias financeiras. No âmbito das responsabilidades em carteira, as dificuldades associadas à viabilidade (ou sustentabilidade) de produtos com taxas garantidas (para os quais deixaram de estar disponíveis alternativas de reinvestimento compatíveis), ou, na área de conceção de novos produtos, as dificuldades no desenho de uma oferta com garantias de rendibilidade atrativa para os tomadores de seguros, ilustram as consequências desta conjuntura.

Assim, a resposta do setor segurador à descida das taxas de juro passou, num primeiro momento, pela introdução na sua oferta de produtos com rendibilidades garantidas mais baixas, revistas anualmente, ou mesmo inexistentes.

Nos últimos anos, a agudização continuada do panorama de taxas de juro muito baixas levou um conjunto de empresas de seguros, detentor de uma proporção agregada material do ramo Vida, a implementar ajustes importantes aos seus modelos de negócio, de modo a reagir ao paradigma descrito. Os referidos ajustes viriam a centrar-se, em particular, no incremento da oferta de produtos de seguros ligados a fundos de investimento - *unit-linked* (UL). De facto, no decurso do ano 2021, estes produtos adquiriram uma representatividade materialmente acrescida, tanto no seio de diversos operadores, como no mercado enquanto um todo, que se traduziu num crescimento homólogo de cerca de 70% – numa ótica de retoma dos níveis de produção totais de anos anteriores –, com um contributo decisivo dos produtos ligados.

Assim, afigura-se como útil analisar sumariamente os principais efeitos decorrentes desta maior centralização da oferta em produtos UL, quer genericamente ao nível das entidades, quer do mercado enquanto um todo:

- **Sustentabilidade do negócio face à conjuntura macroeconómica:**

O crescimento da produção de UL veio sobrepor-se a um tipo de oferta centrada em produtos com capital garantido, e eventualmente, rendibilidade mínima garantida, cuja sustentabilidade se tornou um desafio (face à evolução dos mercados financeiros), pelo menos através da exposição a ativos com um nível de risco análogo, ou mantendo o perfil de risco praticado pela entidade nas suas atividades de investimento.

- **Amenização do risco de reinvestimento:**

O reforço da aposta em produtos UL contribui estrutural e materialmente para a amenização do risco de reinvestimento, nomeadamente em comparação com o risco decorrente da necessidade de realocação de posições de investimento vincendas, afetas a produtos com garantias de rendibilidade e/ou de capital, também tipicamente disponibilizados pelo mercado segurador.

- **Enquadramento diferenciado dos produtos UL em termos de requisitos de capital e eventuais comportamentos *search-for-yield*:**

Face à lógica baseada no risco do regime prudencial aplicável às empresas de seguros a nível europeu (Solvência II), o aumento da exposição a riscos de mercado resulta, por defeito, no aumento da onerosidade dos requisitos de capital gerados pelas posições detidas em ativos financeiros. Deste modo, nas decisões de reinvestimento, para além de aspetos de governação e do perfil de risco das próprias empresas, há que ponderar constrangimentos de solvabilidade, no caso de serem adotados comportamentos orientados para a maximização da rendibilidade dos investimentos, dado o conseqüente aumento de exposição a riscos de mercado.

Por este motivo, as evidências de comportamentos de *search-for-yield* no mercado segurador nacional foram, numa perspetiva global, tendencialmente reduzidas, com sinais limitados de investimento em classes de ativos tipicamente menos selecionadas (e conotadas com maior nível de risco), ou de deliberado aumento da exposição ao risco nas classes de ativos tradicionais, nomeadamente os títulos de rendimento fixo.



No caso dos produtos UL, os riscos de mercado são, por defeito, assumidos pelos tomadores de seguros e beneficiários, o que implica uma significativa redução da pressão sobre os requisitos de capital das empresas de seguros (para a carteira de investimentos associada a estes produtos). Neste âmbito, importa investigar se, investindo sob esta dinâmica de menor onerosidade dos requisitos de capital, as empresas de seguros tendem a incorrer em comportamentos de investimento diferenciados.

- **Solvabilidade e rendibilidade:**

Conforme já referido, o reforço da aposta na produção de UL – mantendo os restantes aspetos inalterados –, impacta positivamente nos níveis de solvência. Quanto à rendibilidade, numa conjuntura de taxas de juro muito baixas, a redução da exposição a produtos com garantias associadas (dificilmente alcançáveis nos ativos subjacentes), em prol de maior exposição em produtos UL, tende também a impactar positivamente o quadro de rendibilidade das seguradoras. Não obstante, a normalização do cenário de taxas de juro tenderá a inverter esta situação.

## Motivação e objetivos do estudo

Os produtos de seguros ligados apresentam atributos diferenciados dos demais produtos do ramo Vida de cariz financeiro, tanto nas suas características intrínsecas, como na influência nas métricas de solvência e rendibilidade das empresas de seguros.

Tendo em conta a assinalável expansão da materialidade e representatividade dos produtos UL no ano 2021, foi efetuada uma análise específica dos mesmos, com um nível de detalhe adicional ao usualmente prosseguido. Em particular, no presente estudo, (i) são avaliadas as políticas de investimento perseguidas no segmento UL, comparando-as com as práticas verificáveis para a restante carteira, (ii) são investigadas potenciais interligações ou vulnerabilidades específicas associadas a estas carteiras, e (iii) é efetuada uma análise crítica sobre a interação entre a reorientação da oferta de produtos Vida para produtos UL, com os recentes desenvolvimentos no ambiente macroeconómico e nos mercados financeiros, designadamente a alteração da conjuntura que motivou o maior apetite dos operadores para este tipo de produtos, ou seja, a descolagem do ambiente prolongado de baixas taxas de juro.

## Apresentação sumária da estrutura e conteúdos do estudo

Após a parte introdutória, procede-se à caracterização da evolução do segmento nacional de UL, avaliando a trajetória da sua produção e representatividade, comparando também com o *benchmark* da UE para este tipo de produto. Estas análises consideram, por defeito, o total de mercado, sendo adotadas perspetivas ao nível da entidade quando útil, de modo a apreciar a evolução deste tipo de produto financeiro com maior detalhe.

As análises apresentadas são também complementadas com a apreciação de alguns elementos relevantes ao nível de interação dos produtos UL com os tomadores de seguros, sendo explorados os canais de distribuição de produtos Vida, e a evolução do número de consumidores de produtos UL, de modo a densificar perspetivas sobre a forma como o crescimento destes produtos interage com a população de aforradores individuais.

De seguida, evolui-se para a componente central da análise, que se reporta à caracterização dos investimentos subjacentes aos produtos UL, com foco primordial em variáveis descritivas dos níveis de risco envolvidos.

Tendo em conta a proporção de exposição a fundos de investimento mobiliários (FIM) nas carteiras de investimentos associadas a produtos UL – materialmente acima da representatividade correspondente para os restantes tipos de produtos –, é efetuada uma análise mais detalhada sobre estas exposições, avaliando a tipologia dos FIM utilizados em função da sua orientação de investimento, procedendo-se assim ao respetivo *look-through*, explorando as exposições a FIM por classes de risco, e apreciando o seu binómio rendibilidade volatilidade.

Para uma amostra representativa, são seguidamente analisadas as principais características dos produtos comercializados no período.

Por fim, são apresentadas as principais conclusões da análise, bem como identificadas vias futuras para densificação do tema.

## Caracterização e evolução do segmento *unit-linked*

Os seguros com uma forte componente financeira, principalmente na forma de capitais diferidos, PPR e UL, detêm um peso muito significativo no ramo Vida. Consequentemente, a produção deste ramo é amplamente influenciada pela envolvente macroeconómica, pelas estratégias de negócio adotadas pelas empresas de seguros, por sua vez também dependentes

das estratégias dos grupos económicos em que se inserem, e, tendo em conta o papel de relevo do setor bancário na distribuição destes produtos, pelas estratégias comerciais dos próprios bancos.

Nos últimos anos, o ambiente prolongado de baixas taxas de juro, com efeitos limitativos na atratividade das garantias mínimas oferecidas nos seguros financeiros não ligados, tem condicionado a evolução do ramo Vida. Em 2020, o nível de produção terá ainda sido afetado pelos constrangimentos causados pelas medidas de combate à pandemia de Covid-19.

Em resposta à conjuntura de taxas de juro muito baixas, e à pressão exercida sobre a gestão de riscos e a solvência das empresas de seguros, vários operadores, incluindo alguns de maior dimensão, redirecionaram a sua aposta para a oferta de produtos UL. Assim, em 2019 foi iniciada a tendência de aumento do peso dos seguros ligados no total da produção do ramo Vida, mas foi em 2021 que se tornou visível esta alteração de estratégia, impulsionando o crescimento global do ramo Vida.

### Evolução da produção dos seguros ligados e não ligados

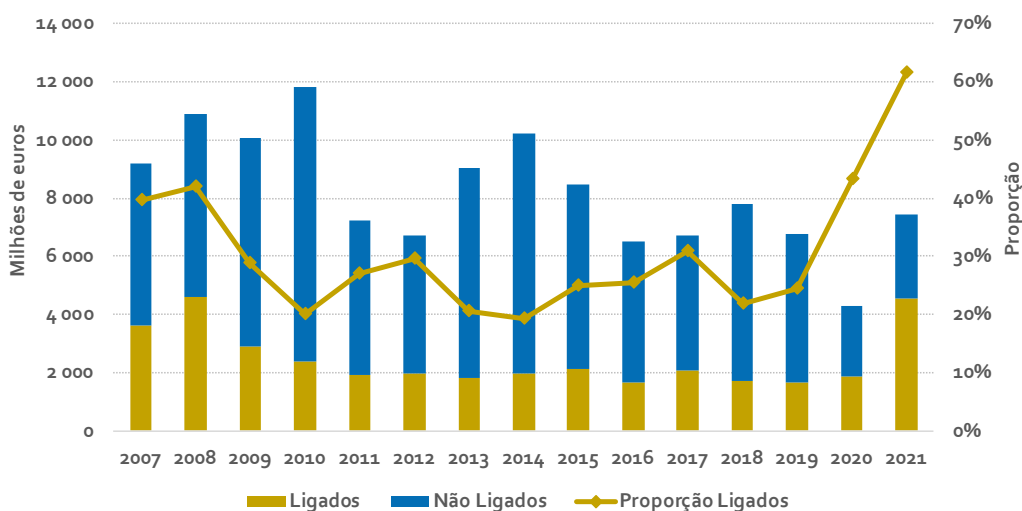


Figura 1

Com efeito, em 2021, a produção de seguro direto do ramo Vida das empresas sob a supervisão prudencial da ASF registou um acréscimo de 74% face a 2020, tendo o aumento das entregas para os produtos UL sido de 146,9%.

A representatividade dos seguros ligados no total da produção Vida em 2021 ascendeu a cerca de 62%. Apesar de o aumento do peso do segmento UL se ter verificado na maioria dos países da União Europeia, foi em Portugal que se registou um incremento mais significativo

desse peso em 2021, tendo a proporção da produção dos seguros ligados no mercado nacional ficado bastante acima da média europeia (igual a 39%).

### Evolução da proporção dos seguros ligados na produção Vida

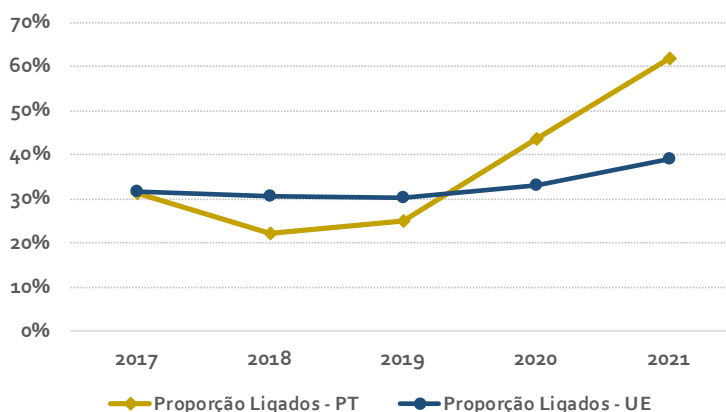


Figura2

Fonte: Dados UE - *Financial Stability Report* da EIOPA, junho 2022

A análise da estrutura da produção de cada entidade permite constatar que, no universo das 16 empresas de seguros nacionais que se encontravam a operar no ramo Vida em 2021, em metade dos casos a produção dos seguros ligados representava mais de 40% da respetiva produção total, e mais de 70% em quatro operadores. É igualmente de referir que, em relação a cinco entidades, essa percentagem era nula ou muito reduzida.

### Distribuição da proporção dos seguros ligados na produção do ramo Vida (por operador)

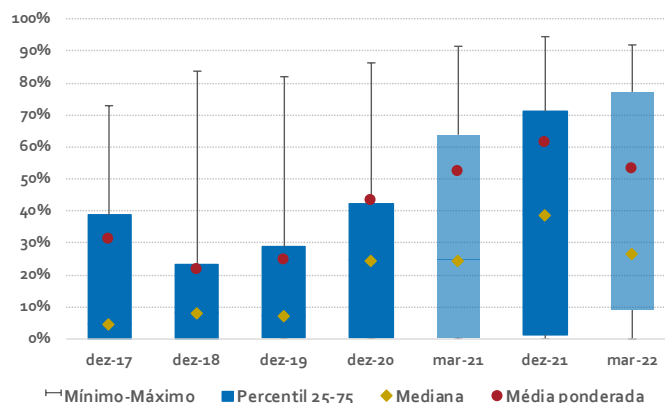


Figura3

## Relação entre a variação da produção de seguros ligados por empresa de seguros em 2021, e o peso desse segmento no total da produção Vida<sup>1</sup>

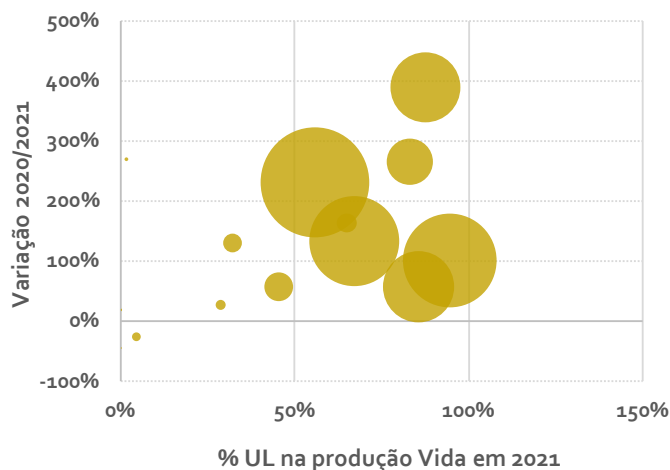


Figura 4

## Proporção, por empresa de seguros, da produção de seguros ligados

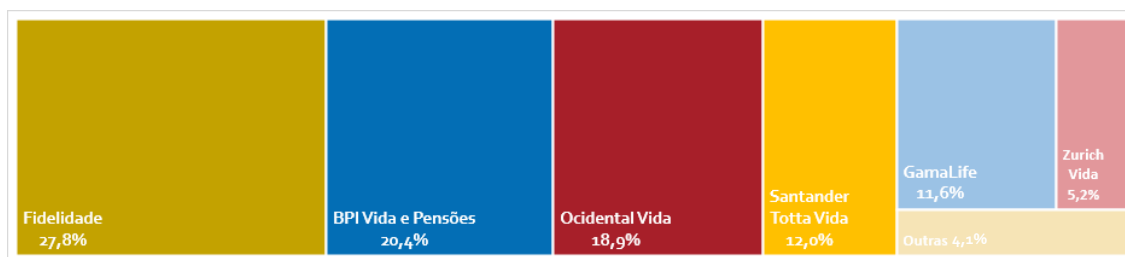


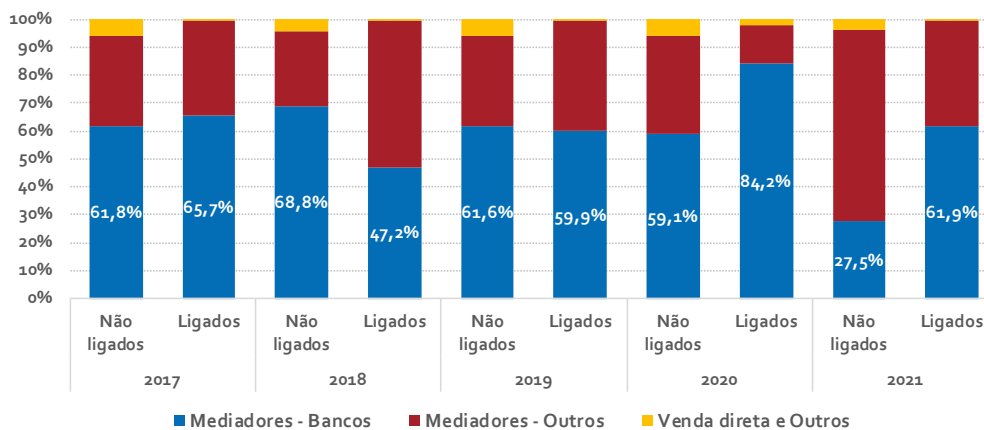
Figura 5

No ramo Vida, o canal bancário desempenha um papel de relevo na venda de seguros, tendo, em 2021, sido responsável pela distribuição de quase 62% da produção dos seguros ligados, o que é explicado pelo facto de alguns dos operadores com maiores níveis de produção neste segmento seguirem uma estratégia de comercialização dos seus produtos através de acordos com bancos, em alguns casos, do mesmo grupo financeiro em que se encontram inseridos.

<sup>1</sup> A dimensão das bolhas representa o valor da produção de seguros ligados da respectiva empresa de seguros.

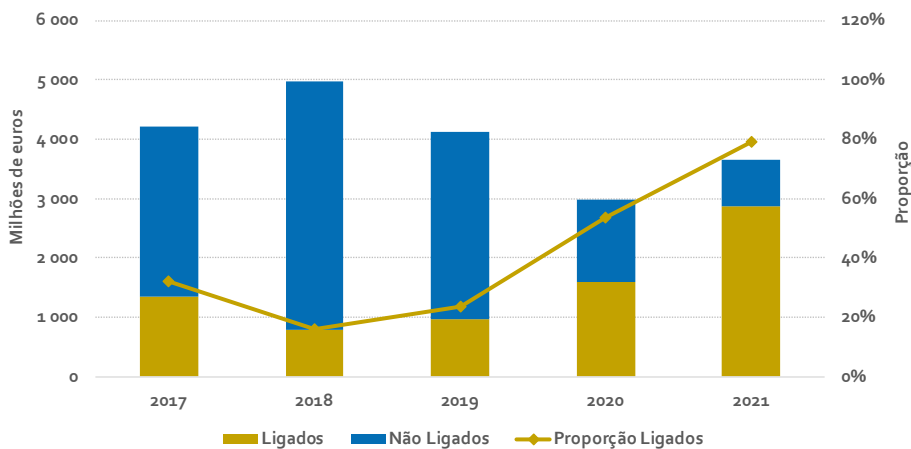
## Repartição da produção Vida por canal de distribuição

Figura 6



## Proporção da produção de seguros ligados no total da produção dos produtos comercializados através do canal bancário

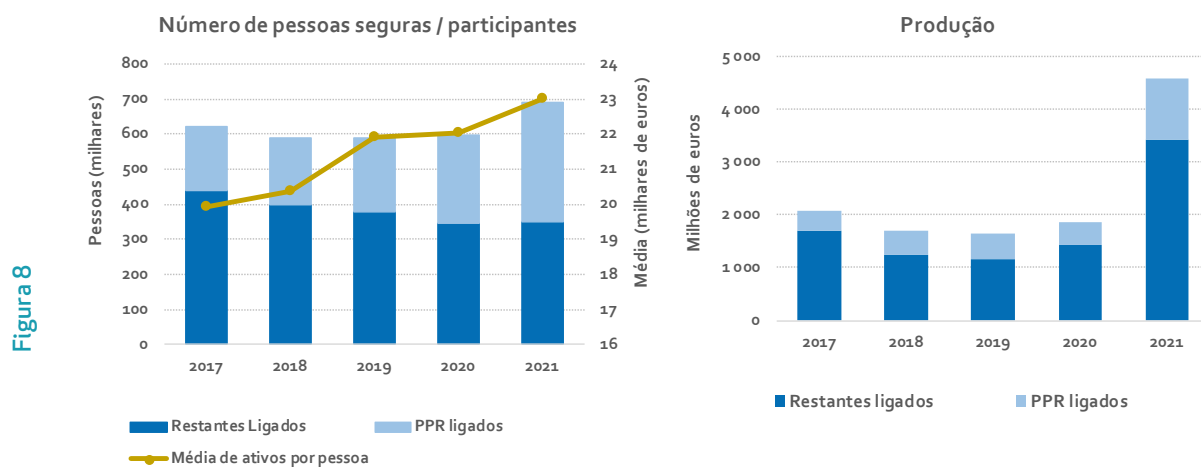
Figura 7



O número de pessoas seguras / participantes relativos aos seguros ligados apresentou um aumento de cerca de 92 mil indivíduos em 2021, atingindo o patamar dos 690 mil indivíduos no final do ano. O incremento verificou-se sobretudo na categoria dos PPR ligados, tendo as maiores variações ocorrido em produtos de um número reduzido de operadores. Em relação aos restantes ligados, é de assinalar que, embora o número total de pessoas seguras / participantes se tenha mantido próximo do valor observado no final de 2020, a análise da evolução por operador permite identificar oscilações, tanto no sentido de expansão como de contração da população segura, neste último caso motivado por um maior número de vencimentos de apólices.

O rácio entre o valor da carteira de ativos afetos a seguros ligados e o respetivo número de pessoas seguras / participantes tem vindo a exibir uma trajetória ascendente, constatando-se que, no final de 2021, cada pessoa segura / participante detinha, em média, um investimento de 23 mil euros em produtos UL.

### (i) Evolução do número de pessoas seguras / participantes com seguros ligados e (ii) evolução da produção de seguros ligados por tipo de produto

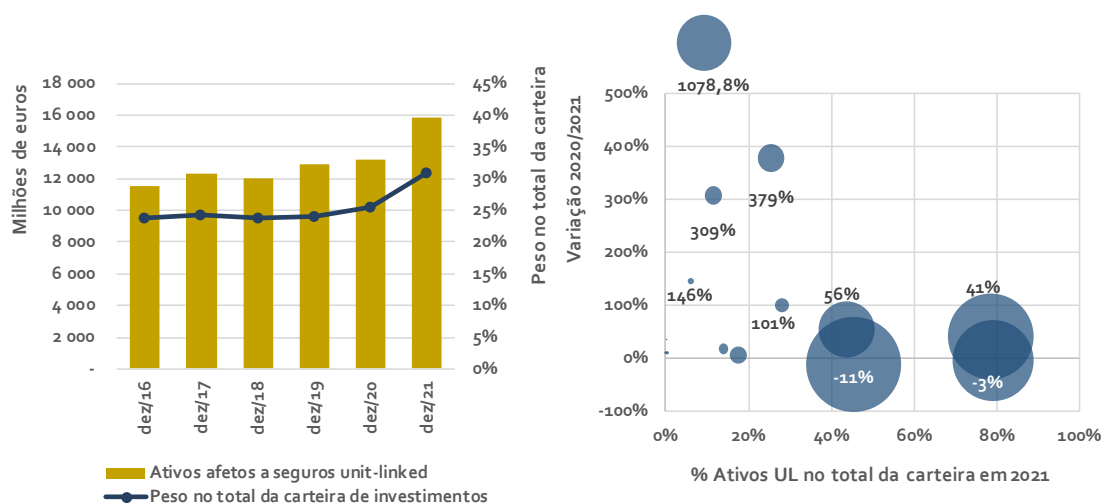


A recente aposta das empresas de seguros na oferta de produtos UL é também evidente no aumento expressivo da carteira de ativos afeta a seguros ligados. O total desta carteira ascendeu a 15,9 mil milhões de euros no final de 2021, traduzindo um aumento de 20,6% face ao ano transato, e passando a representar 31% do total de ativos das empresas de seguros.

Este crescimento foi transversal à grande maioria do mercado, destacando-se um conjunto de empresas de média dimensão no segmento, que mais do que duplicaram a respetiva carteira durante o último ano.

(i) Total de ativos afetos a seguros unit-linked e (ii) relação por empresa de seguros, entre a variação da carteira de ativos unit-linked entre 2020 e 2021, e o peso da respetiva carteira no total de ativos<sup>2</sup>

Figura 9



## Caracterização da política de investimentos dos seguros *unit-linked*

No contexto dos produtos *unit-linked*, o valor a receber pelos beneficiários depende da *performance* dos ativos que lhes estão subjacentes. Assim, a política de investimentos seguida pelas empresas de seguros para a carteira de ativos afeta a estes produtos, não só determina a rentabilidade dos mesmos, mas também o risco de mercado a que os tomadores de seguro e beneficiários estão expostos.

A análise histórica da carteira de investimentos afeta a seguros *unit-linked* revela que o recente crescimento destes produtos é também coincidente com uma alteração da respetiva política de investimentos, assistindo-se a uma redução do peso da carteira de dívida por contrapartida do investimento em fundos mobiliários. Mais precisamente, os títulos obrigacionistas representavam, no final de 2021, 34,8% do total da carteira, menos 16,3 pontos percentuais que no ano anterior, enquanto o peso dos fundos de investimento mobiliários (FIM) ascendia a 55,4%, um aumento de 14,5 pontos percentuais face ao final de 2020.

Adicionalmente, a carteira de investimentos *unit-linked*, quando comparada com a restante carteira de ativos das empresas de seguros, apresenta um perfil bastante diferenciado, onde se destaca o (cada vez) menor investimento em títulos de dívida, por contrapartida do maior

<sup>2</sup> O tamanho das bolhas representa o total de ativos afetos à carteira *unit-linked* da respetiva empresa de seguros.



peso de FIM. Assim, as diferenças na política seguida pelas empresas no contexto destes produtos financeiros poderão ser explicadas pela procura de rendibilidades mais alinhadas com as expectativas dos tomadores de seguros e pela maior necessidade de liquidez. Adicionalmente, existe um menor esforço em termos de requisitos de capital implícitos na carteira *unit-linked*, o que poderá também justificar as diferenças face à política de investimentos da restante carteira não afeta a estes produtos.

### Evolução da política de investimentos da carteira afeta a seguros *unit-linked* e da restante carteira das empresas de seguros.

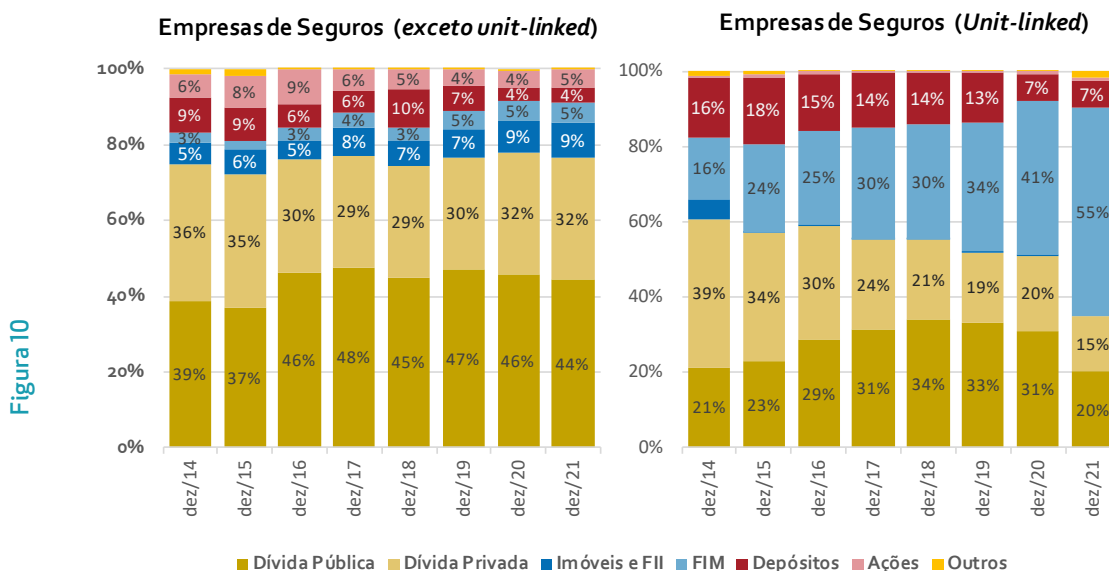
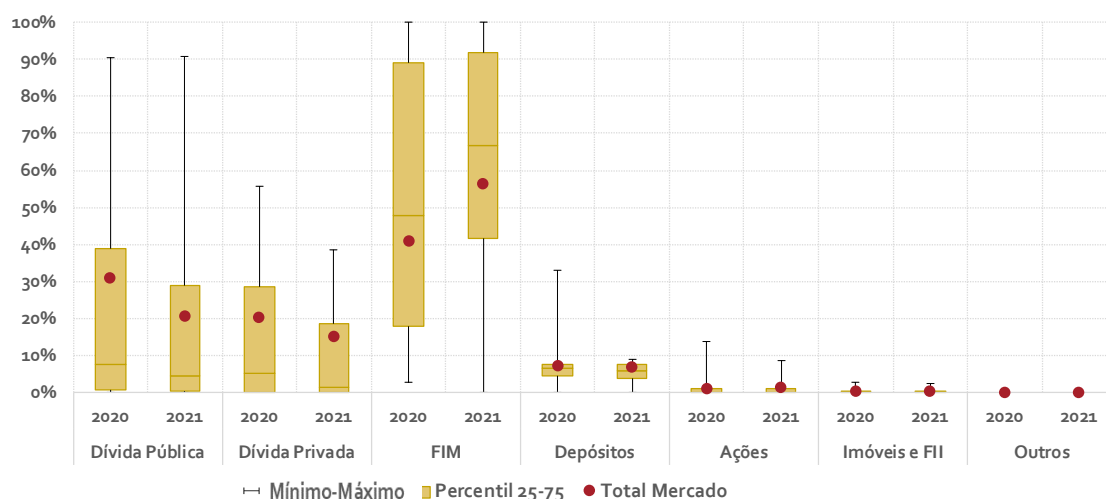


Figura 10

Detalhando a análise da composição da carteira afeta a seguros *unit-linked* entre 2020 e 2021, verifica-se que a redução do peso da dívida soberana foi transversal à maioria das empresas de seguros, permanecendo, ainda assim, como bastante representativa para um conjunto de operadores. Por sua vez, o peso da dívida privada diminuiu de forma homogénea no final de 2021, não ultrapassando, para nenhuma empresa de seguros, metade da respetiva carteira de investimentos. Finalmente, o investimento em FIM cresceu, em particular para as empresas que evidenciavam um peso mais reduzido destes títulos em 2020. É também de destacar que, para algumas empresas de seguros, a representatividade destes ativos é bastante expressiva, identificando-se, inclusivamente, um caso onde os FIM constituem a totalidade da carteira *unit linked*.

## Distribuição da composição individual da carteira de investimentos afeta a seguros *unit linked* por tipologia de ativo em 2020 e 2021

Figura 11



Nas próximas secções procede-se à análise detalhada do binómio risco e retorno da carteira de investimentos do setor segurador afeta a seguros *unit-linked*. Em particular, a análise recai sobre a qualidade creditícia e perfil de durações da carteira obrigacionista, bem como sobre a composição, nível de risco e relação entre risco e retorno dos FIM.

### (i) Carteira Obrigacionista

No âmbito da carteira obrigacionista afeta a seguros *unit-linked*, e focando a análise na respetiva qualidade creditícia, verifica-se uma clara predominância de títulos classificados com CQS<sub>3</sub> (68,6% do total da carteira), ainda em terreno de *investment grade*, mas com menor folga face ao terreno considerado especulativo (maior ou igual a CQS<sub>4</sub>). Esta predominância de títulos em CQS<sub>3</sub> é transversal à generalidade do mercado, com 8 das 12 empresas que comercializam estes produtos a apresentarem uma qualidade creditícia média da carteira obrigacionista em nível CQS<sub>3</sub>.

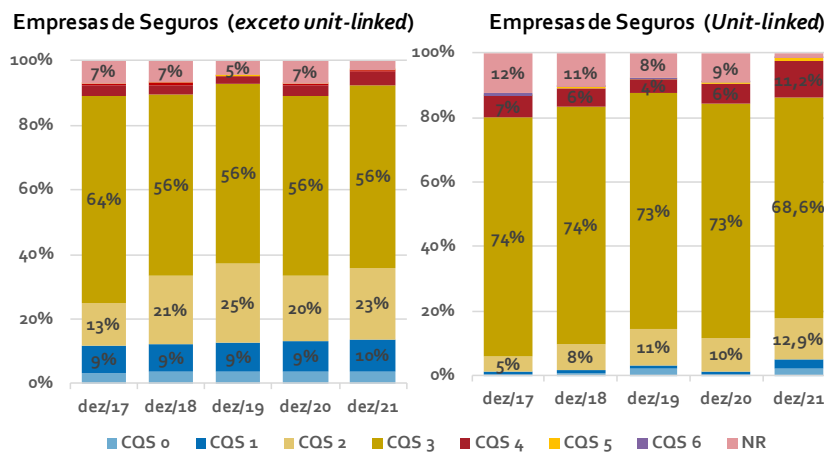
Importa ainda salientar que, relativamente aos títulos classificados com CQS<sub>4</sub> e, portanto, em terreno especulativo, ainda que a respetiva representatividade seja relativamente contida para o total do mercado, esta afigura-se material para algumas empresas, havendo, inclusivamente, uma empresa em que o peso destes títulos ultrapassa os 50% da carteira. Também no âmbito dos títulos com notação CQS<sub>6</sub> (que corresponde à classe com maior risco creditício), identifica-se uma empresa, cujo respetivo peso no total da carteira de dívida ascende a 61,7%.

O perfil creditício da carteira afeta a seguros *unit-linked*, quando comparado com a restante carteira obrigacionista das empresas de seguros, revela uma maior predominância de títulos classificados com CQS<sub>3</sub> bem como uma maior proporção em terreno especulativo, nomeadamente CQS<sub>4</sub>.

Importa ainda sublinhar que, no atual enquadramento económico - face ao aumento progressivo das taxas de juro e ao reacendimento das preocupações acerca da sustentabilidade da dívida de entidades e soberanos -, a predominância de títulos em território de fronteira de *investment grade* (CQS<sub>3</sub>), configura vulnerabilidades adicionais para as carteiras de investimentos. Em caso de *downgrade* creditício destes títulos, a respetiva classificação passa para território de *non-investment grade*, o que é suscetível de gerar movimentos de realocação de capital, de forma alinhar a composição da carteira com a respetiva política de investimentos.

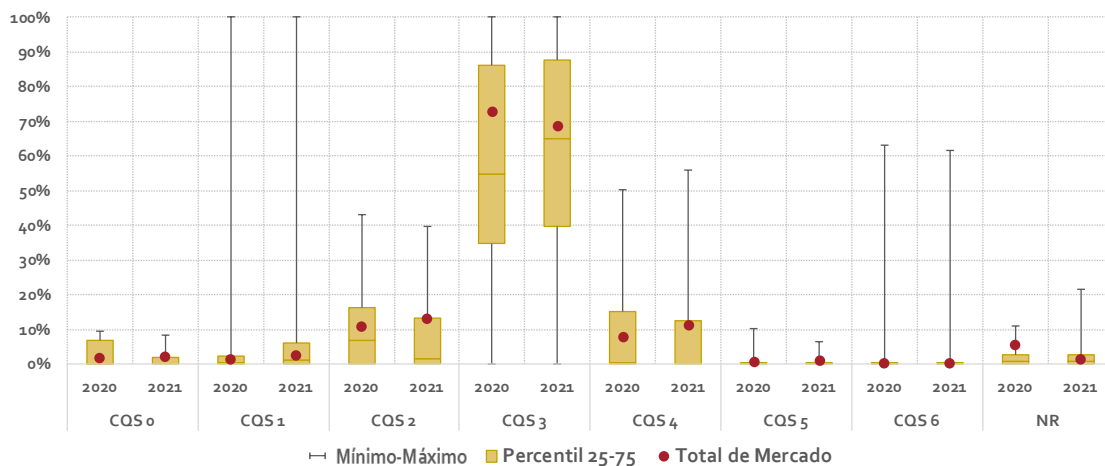
### Qualidade creditícia da carteira obrigacionista das empresas de seguros entre 31 de dezembro de 2017 e 31 de dezembro de 2021

Figura 12



## Distribuição da carteira obrigacionista afeta a seguros *unit-linked*, por patamar de qualidade creditícia em 2020 e 2021

Figura 13



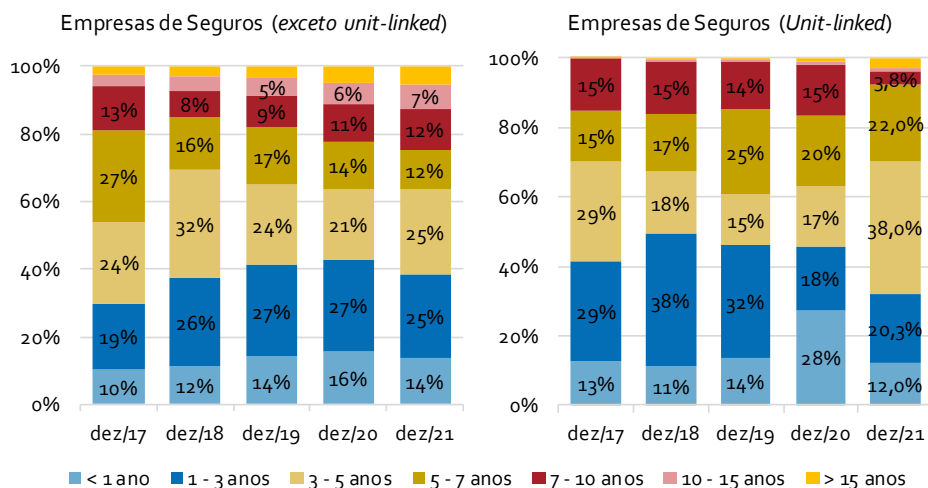
Quanto ao perfil de durações da carteira obrigacionista afeta a seguros *unit-linked*, observa-se uma alocação significativa em ativos de curto e médio prazo, sendo os intervalos de duração entre 1 e 7 anos os mais representativos, com um peso de 82,5% do total de títulos de dívida. Estes intervalos de duração são os mais representativos para todas as empresas de seguros com oferta de produtos *unit-linked* no final de 2021, exceto para uma empresa que detém, maioritariamente, títulos de dívida com durações mais curtas, *i.e.*, maturidades inferiores a um ano.

Por comparação com a carteira das empresas de seguros não afeta a seguros UL, verifica-se uma distribuição dos ativos de dívida por intervalo de duração genericamente semelhante, *i.e.*, com uma incidência em títulos de curta e média duração, ainda que com uma maior relevância de títulos entre os três e cinco anos, por contrapartida de um menor peso de títulos de maior duração mais longa.

O perfil de duração identificado afigura-se benéfico em termos de risco de reinvestimento no atual contexto de aumento das *yields* de mercado, facilitando a recomposição orgânica da carteira para ativos com maior rentabilidade, bem como num cenário de *downgrade* da qualidade creditícia dos títulos.

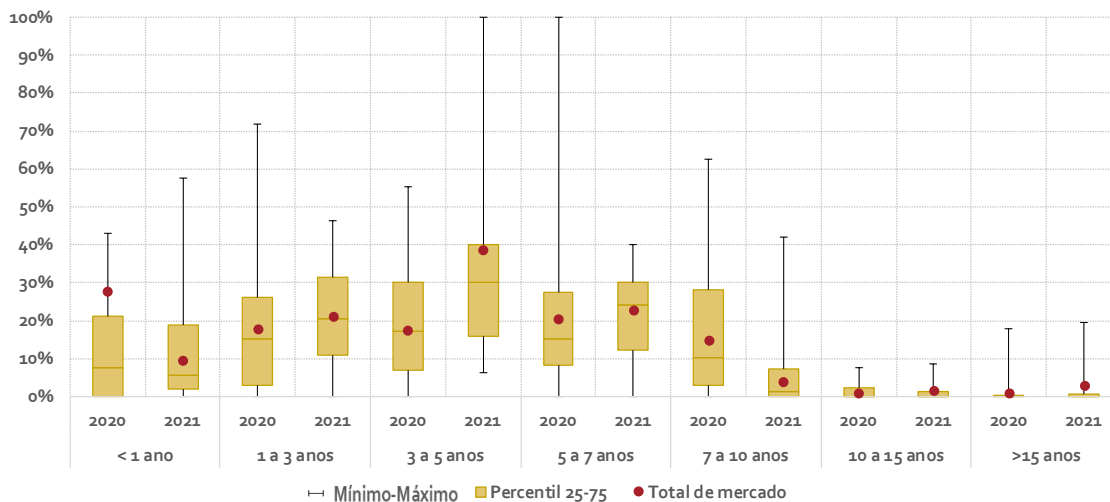
## Duração da carteira obrigacionista das empresas de seguros e dos fundos de pensões entre 31 de dezembro de 2017 e 31 de dezembro de 2021

Figura 14



## Distribuição da carteira obrigacionista afeta a seguros unit-linked, por intervalo de duração em 2020 e 2021

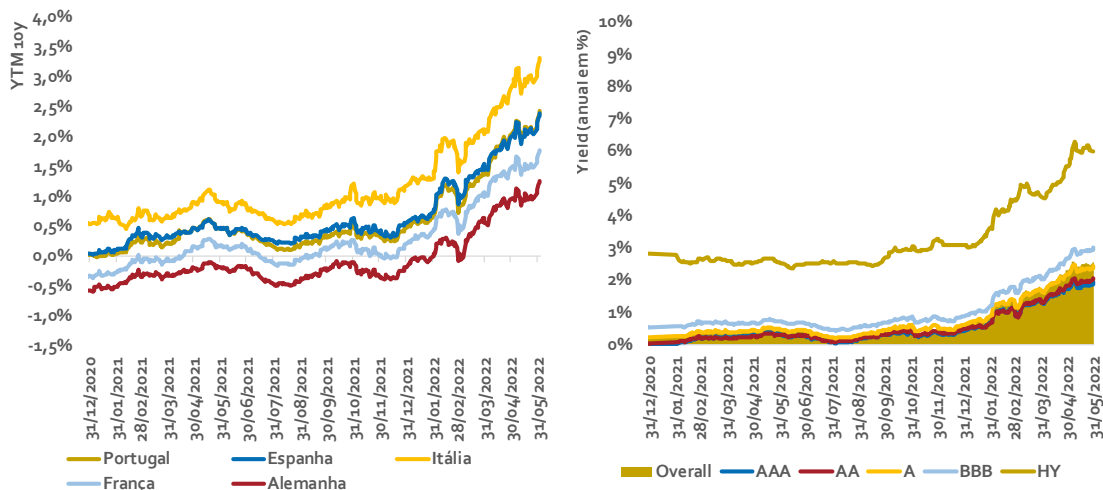
Figura 15



Durante o ano de 2022, os mercados financeiros têm vindo a ser significativamente afetados pelo contexto geopolítico e pelas medidas de combate à inflação, o que resultou no aumento dos níveis de volatilidade dos mercados e acréscimo dos prémios de risco dos títulos obrigacionistas (com a consequente desvalorização do seu valor de mercado), tal como evidenciado na figura seguinte. Assim, estima-se que a carteira obrigacionista apresente, de forma geral, uma rentabilidade anual negativa.

Evolução, entre 2021 e o primeiro trimestre de 2022, (i) das YTM a 10 anos dos principais emissores soberanos e (ii) do *iBoxx euro corporate*, por classe de rating

Figura 16



(ii) Fundos de investimento mobiliário

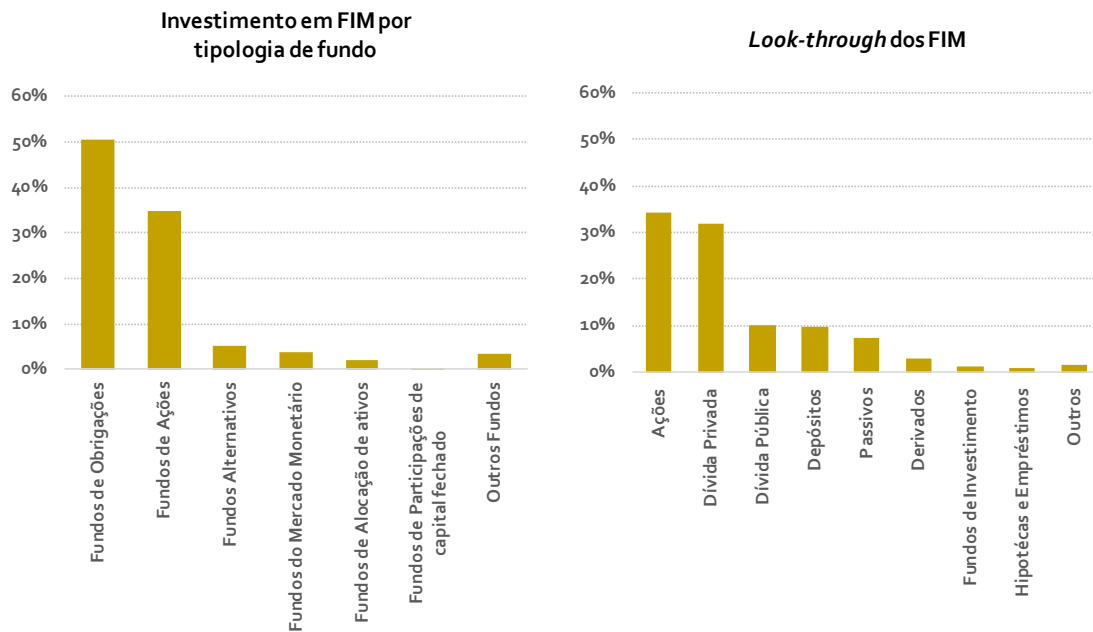
No que concerne ao investimento em FIM - categoria que representava mais de metade do total da carteira de ativos afeta a seguros UL no final de 2021 -, verifica-se que, em termos de tipologia, os fundos de obrigações e ações são os mais representativos, contabilizando 50,4% e 34,7% do total de FIM em 2021, respetivamente. Através da aplicação do *look-through* aos FIM, verifica-se que as exposições indiretas a obrigações e ações são também expressivas, representando 42% e 34,4% da carteira, respetivamente.

Esta distribuição dos FIM por tipologia de ativos difere consideravelmente da política de investimentos da restante carteira UL, nomeadamente pelo elevado investimento em ações. Efetivamente, o montante total do investimento indireto em títulos acionistas ascendeu, no final de 2021, a 3,3 mil milhões de euros, enquanto a exposição direta somava apenas 169,3 milhões. Por sua vez, o investimento indireto em dívida pública via FIM é bastante menos expressivo, *i.e.*, de 965,6 milhões, comparativamente à restante carteira, (3,1 mil milhões de euros). Assim, verifica-se que, de forma geral, as empresas de seguros investem em FIM numa ótica de procura de rendibilidades mais atrativas, adotando uma estratégia diferente da aplicada à restante carteira de investimentos.

É de realçar que o investimento em FIM, por constituírem instrumentos financeiros (por norma) diversificados, permite a mitigação do risco não sistemático, incorrendo em menores custos de gestão da carteira.

(i) Composição dos FIM por tipologia de fundo e (ii) aplicação do *look-through* aos FIM.

Figura 17



De forma a estimar o risco de mercado associado ao investimento em FIM, de seguida procede-se à análise da volatilidade anual dos fundos de investimento em carteira, categorizando-os em classes de risco, de 1 (menor risco) a 7 (risco mais elevado), de acordo com a tabela da figura seguinte.

Classes de risco dos FIM por intervalo de volatilidade

Figura 18

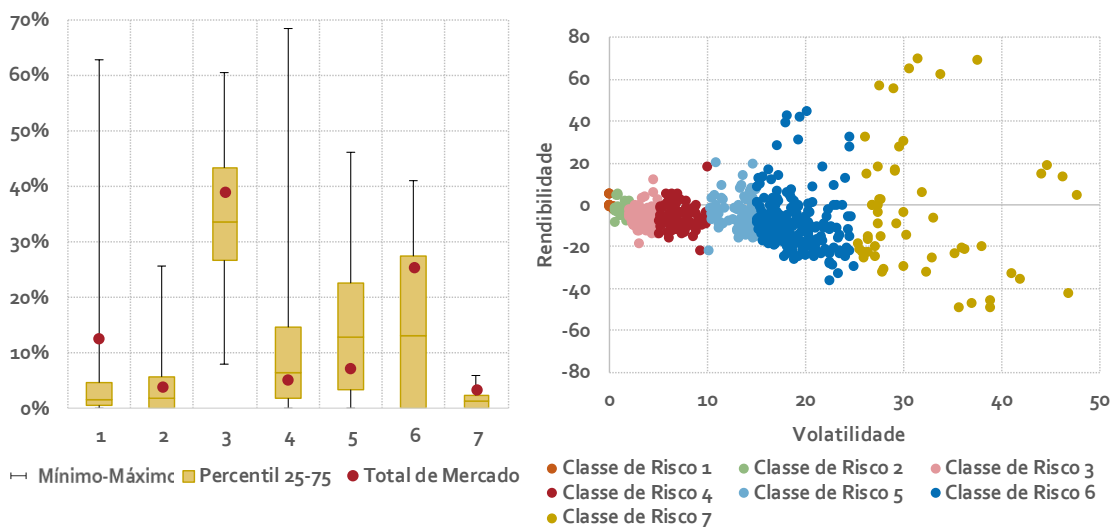
Classe de Risco		1	2	3	4	5	6	7
Intervalo de volatilidade	Maior que ou igual a	0,0%	0,5%	2,0%	5,0%	10,0%	15,0%	25,0%
	Menor que	0,5%	2,0%	5,0%	10,0%	15,0%	25,0%	

Na análise da figura 4.15 (esquerda), verifica-se que, em termos de perfil de risco, o investimento em FIM, revela uma elevada dispersão entre operadores. As classes mais comuns são as de risco 3 (38,8% do total de FIM), correspondendo a um nível de risco médio, e a de risco 6 (25,3%), associada a um risco elevado. Assim, observa-se uma estratégia de dispersão entre classes de risco, com uma ligeira tendência para os níveis médio e alto. Note-se que as classes de risco mais elevadas estão também associadas a maiores ganhos ou perdas potenciais, enquanto as classes de risco mais baixas correspondem a retornos esperados mais comedidos.

Esta relação é evidente na figura 4.19 (direita), onde se relaciona a rendibilidade e volatilidade dos FIM em carteira durante o último ano, notando-se, no entanto, que dada a evolução dos mercados financeiros no período analisado, os retornos são maioritariamente no sentido negativo.

**(i) Distribuição dos FIM por classe de risco e (ii) relação entre a rendibilidade e volatilidade dos FIM<sup>3/4</sup>.**

Figura 19



**Caraterização geral dos tipos de produtos *unit-linked* mais subscritos em 2021**

Para a análise apresentada nesta secção, foram seleccionados um total de 15 produtos do conjunto de cinco operadores com maiores níveis de produção de seguros ligados em 2021. Tendo por referência o mesmo ano, esta amostra representava sensivelmente 73% do total da produção do segmento UL.

Três desses produtos assumem a forma de PPR, acumulando 17,4% da produção da amostra em 2021. No final do ano, seis já não se encontravam em comercialização, sendo de notar que, na maioria dos casos, a comercialização havia sido iniciada durante o próprio ano de 2021, concluindo-se, assim, que o período de comercialização foi relativamente curto. Com exceção

3 A volatilidade anual apresenta tem como referência 31/03/2022 e a rendibilidade tem como referência 30/05/2022.  
 4 A informação sobre volatilidade e rendibilidade dos FIM recaí sobre 96% do total dos fundos em carteira afeta a seguros *unit-linked*.



dos PPR, a duração dos contratos é geralmente de 5 anos e 1 dia ou de 8 anos e 1 dia, com particular relevância para este último, o que pode ser explicado pelas regras de atribuição de benefícios fiscais que estão associados aos seguros de capitalização.

No que se refere ao perfil de investimento, vários produtos oferecem mais do que uma opção de investimento (com diferentes graus de rendibilidade e risco), podendo esta, em determinados casos, ser alterada pelo tomador de seguro no decurso do período do investimento. Não foram identificados na amostra produtos com capital garantido.

Para os seguros ligados que se encontram enquadrados no âmbito do Regulamento PRIIPs<sup>5</sup>, tendo por referência a informação disponibilizada nos respetivos Documentos de Informação Fundamental (DIF), constatou-se que, em termos do indicador sumário de risco, estes produtos ou as respetivas opções de investimento tendem a classificar-se nas categorias 2 e 3, numa escala de 1 a 7.

As estratégias de investimento seguidas e os limites definidos para as diferentes classes de ativos variam bastante consoante o produto ou a opção de investimento. Nos produtos analisados, existem casos em que se privilegia o investimento em obrigações, e outros que têm subjacente estratégias mais agressivas, admitindo maior exposição a ações e a fundos mobiliários de componente acionista, com reflexo na respetiva classificação do nível de risco. Finalmente, é de realçar que, dentro dos casos analisados, a classificação de risco mais elevada correspondia ao nível 4 (na escala de 1 a 7).

## Conclusões

Nos últimos dois anos, e com especial ênfase em 2021, verificou-se uma expansão global da representatividade dos seguros ligados na estrutura da produção e na carteira de investimento do ramo Vida, em resultado do redirecionamento da estratégia de negócio de alguns operadores para esses produtos, induzida sobretudo pelo ambiente prolongado de taxas de juro muito baixas.

Apesar de esta estratégia permitir aliviar a pressão colocada pelas baixas taxas de juro na perspetiva da gestão de riscos e da solvência dos operadores, a mesma tem subjacente uma maior transferência de riscos financeiros para os tomadores de seguros e beneficiários, colocando maior ênfase na gestão de riscos adequada e articulada na vertente do risco reputacional, bem como no reforço da transparência e da proteção dos consumidores.

---

<sup>5</sup> Regulamento (UE) n.º 1286/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de novembro, sobre os documentos de informação fundamental para pacotes de produtos de investimento de retalho e de produtos de investimento com base em seguros (PRIIPs).

A elevada proporção de exposições a FIM nas carteiras de investimento afetas a produtos ligados funcionam, em considerável medida, como um *repackaging* de pools de ativos já disponíveis aos investidores, incluindo aos pequenos aforradores. Este fenómeno leva a um esbatimento das diferenças face a produtos oferecidos por outros segmentos do setor financeiro, potenciando o adensamento das interligações, em particular, entre o setor segurador e o setor dos fundos de investimento mobiliário.

Não obstante o aumento significativo da produção dos seguros ligados em 2021, atendendo ao perfil tendencialmente mais conservador dos aforradores portugueses, que, conforme evidenciado pelos dados históricos, tendem a preferir produtos com garantias de capital no âmbito do setor segurador, mesmo que associados a menor rendibilidade, é ainda incerto se, no atual contexto de elevada incerteza dos mercados financeiros e de previsível manutenção da tendência de subida das taxas de juro, se continuará a verificar um crescimento continuado deste segmento.

Com efeito, é importante confrontar a análise apresentada neste estudo com perspetivas de natureza *forward-looking*. Num período em que as empresas de seguros que operam no ramo Vida têm vindo a promover a reformulação das suas estratégias de negócio, o ambiente macroeconómico modificou-se consideravelmente, passando a apresentar uma clara descolagem do panorama de taxas de juro muito baixas, e evidenciando perspetivas de curto prazo que confirmam o reforço dessa tendência. Por exemplo, o Banco Central Europeu (BCE) anunciou recentemente uma subida das taxas de juro diretas, enquanto o Sistema de Reserva Federal dos EUA (FED) efetuou, em julho, a quarta subida deste ano.

Paralelamente, permanece latente – apesar das correções mais recentes –, um elevado potencial de correção descendente dos preços dos ativos nos mercados financeiros (risco de *decoupling / recoupling*), num contexto de redução do suporte conferido pela ação não convencional dos bancos centrais.

Dada a ligação direta entre a cotação de produtos UL e a valorização dos ativos financeiros subjacentes, é possível que os tomadores de seguros – designadamente os que investiram recentemente em produtos mais expostos a riscos de mercado –, sejam confrontados com correções descendentes importantes nas cotações dos seus produtos.

Estes aspetos, aliados ainda a questões comerciais/concorrenciais, podem suscitar realinhamentos da procura e da oferta na canalização das poupanças individuais para produtos de seguros (em moldes mais similares a anos anteriores a 2020), e no limite, podem motivar acréscimos do risco de liquidez, tipicamente em níveis relativamente contidos no mercado nacional.





**ASF**  
Autoridade de Supervisão  
de Seguros e Fundos de Pensões