



UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO  
(UNIRIO)

**MELISSA BELOTTO**

**FUNDOS DE PENSÃO E DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL:  
DILEMAS DA RENTABILIZAÇÃO E RESPONSABILIDADE SOCIOAMBIENTAL EM  
POLÍTICAS PÚBLICAS**

RIO DE  
JANEIRO 2022



MELISSA BELOTTO

**FUNDOS DE PENSÃO E DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL:  
DILEMAS DA RENTABILIZAÇÃO E RESPONSABILIDADE SOCIOAMBIENTAL EM  
POLÍTICAS PÚBLICAS**

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Direito – PPGD do Centro de Ciências Jurídicas e Políticas – CCJP da Universidade Federal do Estado do Rio de Janeiro – UNIRIO para obtenção do título de Mestre em Direito.

Orientador: Prof. André Ricardo Cruz Fontes

Rio de Janeiro  
2022

Catálogo informatizada pelo(a) autor(a)

B452 BELOTTO, MELISSA  
FUNDOS DE PENSÃO E DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL:  
DILEMAS DA RENTABILIZAÇÃO E RESPONSABILIDADE  
SOCIOAMBIENTAL / MELISSA BELOTTO. -- Rio de  
Janeiro, 2022.  
187

Orientador: André Ricardo Cruz Fontes.  
Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal do  
Estado do Rio de Janeiro, Programa de Pós-Graduação  
em Direito, 2022.

1. Previdência Complementar. 2. Desenvolvimento  
Sustentável. 3. Investidores Institucionais. 4.  
Políticas Públicas. I. Fontes, André Ricardo Cruz ,  
orient. II. Título.

MELISSA BELOTTO

**FUNDOS DE PENSÃO E DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL:  
DILEMAS DA RENTABILIZAÇÃO E RESPONSABILIDADE SOCIOAMBIENTAL**

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Direito – PPGD do Centro de Ciências Jurídicas e Políticas – CCJP da Universidade Federal do Estado do Rio de Janeiro – UNIRIO para obtenção do título de Mestre em Direito.

Aprovado em: \_\_\_/\_\_\_/\_\_\_

Banca examinadora:

---

Prof. André Ricardo Cruz Fontes (Orientador)  
Universidade Federal do Estado do Rio de Janeiro – UNIRIO

---

Prof. Benedito Fonseca e Souza Adeodato  
Universidade Federal do Estado do Rio de Janeiro – UNIRIO

---

Prof. Fábio Souza  
Universidade Federal do Rio de Janeiro - UFRJ

## **AGRADECIMENTOS**

Primeiramente, a Deus, por conceder-me a oportunidade, os instrumentos e o discernimento para a realização do presente estudo.

Ao meu orientador, Prof. Dr. André Ricardo Cruz Fontes, pelos questionamentos e incentivo.

Aos membros da banca, Prof. Dr. Benedito Fonseca e Souza Adeodato e Prof. Dr. Fábio Souza, pelos preciosos apontamentos, essenciais para o aprendizado.

Aos professores do mestrado, pela dedicação ao ensino e por me abrirem os olhos para novos horizontes.

Ao Prof. Dr. João Alves, por disponibilizar seu precioso tempo para debater ideias e me ajudar, com quem pude tanto aprender. Seus apontamentos foram fundamentais para a conclusão do presente trabalho.

Aos colegas de trabalho Luis Henrique de Omena Baptista e Daniel dos Santos Teixeira, por transmitirem seu conhecimento, essencial para o desenvolvimento da pesquisa.

Aos colegas do mestrado, que assim como eu, encerram uma difícil e gratificante etapa da vida acadêmica. Em especial à Sarah Lopes de Araújo Freitas e ao Ivano Hermann, pelo companheirismo nessa caminhada, cujo apoio foi essencial.

A todos, muito obrigada.

BELOTTO, Melissa. **Fundos de Pensão e desenvolvimento sustentável: dilemas da rentabilização e responsabilidade socioambiental**. 2022. 187 p. Dissertação (Mestrado em Direito) – Centro de Ciências Jurídicas e Políticas, Universidade Federal do Rio de Janeiro – Unirio, Rio de Janeiro, 2022.

## RESUMO

Os Fundos de Pensão são administradores de poupança de longo prazo de grande vulto, destinada ao pagamento de benefício complementar aos seus participantes e assistidos. Para obter a adequada rentabilização, esses recursos são investidos no mercado financeiro e produtivo, o que os torna importantes investidores institucionais. Por essa razão, essas Entidades podem ser importantes aliadas do Estado como agentes do desenvolvimento econômico ao investir no setor produtivo. Esta dissertação pretende analisar o papel que os Fundos de Pensão têm desempenhado no desenvolvimento econômico como investidores de longo prazo, o que deve ocorrer de maneira sustentável, tema que tem sido pauta de inúmeras discussões entre os grandes investidores mundiais e reguladores de mercado. É realizada uma revisão da literatura sobre os Fundos, bem como da legislação que regula seus investimentos; é feita revisão de literatura sobre sustentabilidade e pesquisa das iniciativas do mercado e dos reguladores quanto ao tema; também utiliza-se a estratégia de estudo de caso, tendo como amostra do sistema de previdência complementar os três maiores Fundos de Pensão do Brasil (Previ, Petros, Funcef), para, dentro do contexto real dessas entidades, analisar suas carteiras de investimentos e suas iniciativas sobre sustentabilidade. É relevante que os Fundos diversifiquem seus ativos, pois além de diminuir riscos, contribui de forma mais ampla com o desenvolvimento econômico. No entanto, há pouca diversificação nos investimentos, sendo que a maior parte dos recursos dos Fundos está alocada em renda fixa, decorrente da alta taxa de juros praticada nos últimos anos e da necessidade de liquidez. As Entidades também precisam adotar os fatores ASG (ambiental, social e governança) no processo de investimento, pois além de mitigar o risco do investimento, contribui com a sustentabilidade. Apesar das diversas iniciativas no âmbito do sistema de previdência complementar fechada, ainda há um longo caminho a ser construído para uma transição rumo à economia verde. É preciso que os reguladores aumentem os requerimentos de transparência e prevejam divulgação mandatória dos dados ASG pelas companhias e emissores, de forma padronizada, para que haja confiabilidade nas informações, possibilitando, no futuro, o estabelecimento de percentuais mínimos dos recursos dos Fundos a serem investidos considerando os critérios ASG. Tais iniciativas trariam menores riscos aos Fundos no longo prazo e contribuiria com o desenvolvimento sustentável do país.

**Palavras-chave:** Previdência Complementar. Fundos de Pensão. Investidores Institucionais. Desenvolvimento sustentável. Sustentabilidade. Critérios ASG. Políticas Públicas.

BELOTTO, Melissa. **Pension Funds and sustainable development: dilemmas of profitability and socio-environmental responsibility**. 2022. 187 p. Dissertação (Mestrado em Direito) – Centro de Ciências Jurídicas e Políticas, Universidade Federal do Rio de Janeiro – Unirio, Rio de Janeiro, 2022.

## ABSTRACT

Pension Funds are administrators of large long-term savings intended for payment of pension to their participants and beneficiaries. In order to obtain adequate profitability, these assets are invested in the financial and productive market, which makes them important institutional investors. For this reason, these Entities can be important allies of the State as agents of economic development by investing in the productive sector. This dissertation aims to analyze the role that Pension Funds have played in economic development as long-term investors, which must be done in a sustainable way, a topic that has been the subject of numerous discussions between major global investors and market regulators. A review of the literature on Pension Funds has been carried out, as well as of the legislation that regulates their investments; also a review of the literature on sustainability and research on market and regulatory initiatives concerning the issue; a case study strategy has also been used, having the three largest Pension Funds of Brazil (Previ, Petros, Funcef) as a pattern of the closed pension fund system with a view to analyzing their portfolios investments and their sustainability initiatives within the real context of these entities. It is important that Pension Funds diversify their investments, because besides reducing risks, it contributes more widely to economic development. However, there is little diversification in investments, with most of the Funds' assets being allocated in the fixed income segments, due to the high interest rate practiced in recent years and the need for liquidity. Pension Funds also need to adopt ESG (environmental, social and governance) factors in the investment process, because in addition to mitigating investment risks, it contributes to sustainability. Despite the various initiatives adopted by the closed pension fund system, there is still a long way for a transition to a green economy. Regulators need to increase transparency requirements and establish mandatory disclosure of ESG data by companies and issuers, in a standardized way, so that there is reliability in the information, making it possible, in the future, to establish minimum percentages of Fund assets to be invested considering the ESG criteria. Such initiatives would bring fewer risks to the Funds in the long term and would contribute to the country's sustainable development.

Keywords: Complementary Pension Fund. Pension Funds. Institutional Investors. Sustainable development. Sustainability. ESG Criteria.

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

Abrapp	Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar
Amec	Associação dos Investidores no Mercado de Capitais
ASG	Aspectos Ambientais, Sociais e de Governança
BD	Plano de benefício na modalidade de benefício definido
CD	Plano de benefício na modalidade de contribuição definida
CGPC	Conselho de Gestão de Previdência Complementar
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNPC	Conselho Nacional de Previdência Complementar
CRI	Certificados de Recebíveis Imobiliários
CV	Plano de benefício na modalidade de contribuição variável
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EFPC	Entidade Fechada de Previdência Complementar
EAPC	Entidade Aberta de Previdência Complementar
FBS	<i>Financial Stability Board</i>
FIDC	Fundo de Investimento em Direito Creditório
FIEE	Fundo de Investimento em Empresas Emergentes
FII	Fundo de Investimento Imobiliário
FIP	Fundo de Investimento em Participações
Funcef	Fundação dos Economistas Federais
GRI	<i>Global Reporting Initiative</i> (Relatório de Sustentabilidade)
INSS	Instituto Nacional de Seguro Social
LCA	Letra de Crédito Agropecuário
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento
ONU	Organização das Nações Unidas
Petros	Fundação Petrobrás de Seguridade Social
Previ	Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil
Previc	Superintendência Nacional de Previdência Complementar
PRI	<i>Principles for Responsible Investment</i> (Princípios para o Investimento Responsável)
RGPS	Regime Geral de Previdência Social
RPPS	Regime Próprio dos Servidores Públicos

SFN	Sistema Financeiro Nacional
SPPC	Secretaria de Políticas de Previdência Complementar
TCFD	Força-tarefa para Divulgações Financeiras Relacionadas às Mudanças Climáticas

# SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>11</b>
<b>CAPÍTULO 1: QUEM SÃO OS FUNDOS DE PENSÃO</b> .....	<b>17</b>
1.1 Características Gerais .....	17
1.2 Origem e desenvolvimento do sistema de previdência complementar fechada .....	26
1.3 O papel do Estado na regulação, fomento e desenvolvimento do sistema de previdência complementar .....	37
<b>CAPÍTULO 2: INVESTIMENTOS DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR</b> .....	<b>44</b>
2.1 Regulamentação dos investimentos dos fundos de pensão .....	44
2.2 Controles internos e governança .....	55
2.3 Como os Fundos de Pensão investem seus recursos considerando os segmentos de aplicação .....	59
2.4 Possibilidades .....	70
<b>CAPÍTULO 3: O MERCADO FINANCEIRO E PRODUTIVO E A SUSTENTABILIDADE</b> .....	<b>79</b>
3.1 A questão da sustentabilidade .....	79
3.2 Os critérios ASG .....	87
3.3 Iniciativas sobre o tema por organismos internacionais e pelo mercado .....	94
3.3.1 <i>Os princípios para o investimento responsável (PRI)</i> .....	95
3.3.2 <i>Recomendações da TCFD para divulgações financeiras relacionadas às mudanças climáticas e Diretrizes da Global Reporting Initiative para elaboração de relatórios de sustentabilidade</i> .....	99
3.3.3 <i>Iniciativas do Mercado</i> .....	103
<b>CAPÍTULO 4: FUNDOS DE PENSÃO COMO FINANCIADORES DO DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL</b> .....	<b>106</b>
4.1 Iniciativas sobre sustentabilidade no âmbito do Sistema de Previdência Complementar .....	106
4.2 Relatório da Abrapp sobre Sustentabilidade nas EFPC e Relatório ASG Previc.....	111
4.2.1 <i>Relatório da Abrapp sobre Sustentabilidade nas EFPC</i> .....	111

<b>4.2.2 Relatório ASG Previc – Panorama da utilização dos fatores ASG na análise de riscos de investimentos em EFPC</b> .....	<b>119</b>
<b>4.3 A questão da regulação sobre ASG</b> .....	<b>129</b>
<b>4.4 Estudo de casos: como os três maiores Fundos de Pensão – Previ, Petros e Funcef – investem seus recursos</b> .....	<b>137</b>
<b>4.4.1 Previ</b> .....	<b>138</b>
<b>4.4.2 Petros</b> .....	<b>144</b>
<b>4.2.3 Funcef</b> .....	<b>151</b>
<b>4.4.4 Síntese das análises</b> .....	<b>154</b>
<b>4.5 Dilemas em transição: um olhar crítico para o problema</b> .....	<b>156</b>
<b>CONCLUSÕES</b> .....	<b>157</b>
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>166</b>
<b>Apêndice A – Principais categorias de impacto financeiro decorrente das mudanças climáticas, segundo o TCFD</b> .....	<b>182</b>
<b>Apêndice B – Exemplos de riscos relacionados às mudanças climáticas e possíveis impactos financeiros</b> .....	<b>183</b>
<b>Apêndice C – Exemplos de oportunidades relacionadas às mudanças climáticas e possíveis impactos financeiros</b> .....	<b>185</b>
<b>Apêndice D – Recomendações da TCFD para divulgação de informações financeiras</b> .....	<b>186</b>



## INTRODUÇÃO

As Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) têm como finalidade principal o pagamento de um benefício complementar aos seus participantes e assistidos. Para isso, opera no regime de capitalização dos recursos aportados pelos participantes, que são investidos no mercado financeiro e produtivo.

Os Fundos de Pensão, como são também conhecidas as EFPC, administravam cerca de R\$ 1,03 trilhão em ativos em setembro de 2021 (ABRAPP, 2021a), reservas que constituem poupança de longo prazo, visto que o pagamento das suas obrigações começa a ser exigido após uma média de 30 (trinta) anos depois de iniciado o período contributivo.

O aumento do investimento produtivo interno é condição para alcançar e manter taxas de crescimento econômico compatíveis com o desenvolvimento social. O Estado necessita de poupança para investir e de fontes privadas que possam financiar o crescimento econômico, e os Fundos de Pensão podem atuar como agentes do desenvolvimento econômico ao investirem seus recursos no setor produtivo. Considerando a previsibilidade das obrigações das EFPC, bem como seu longo prazo, os Fundos de Pensão, como centralizadores de capital, poderiam contribuir para esse crescimento.

Em razão do seu importante papel social, o Estado exerce regulação e fomento do sistema. As reformas previdenciárias ao longo dos anos também criaram regras de estímulo à expansão da previdência complementar.

Os Fundos de Pensão são importantes elementos para o mercado de capitais, financiadores e fortalecedores da indústria nacional, disseminando, por intermédio das práticas de governança corporativa, o desenvolvimento sustentável, além dos investimentos que realizam em infraestrutura e no mercado imobiliário.

As EFPC têm participação em dezenas de companhias relevantes para a economia nacional, como a Vale, a Ambev, a Embraer e a Oi; empresas de geração de energia elétrica como a CPFL, a Neoenergia, a Cemig e a Celesc; no setor



alimentício, como a BR Foods; e companhias que se destacam nos mais diversos ramos da economia, como Usiminas, Marcopolo, Totus, Invepar, Random, ALL America Latina Logística entre outras. Os Fundos podem participar de decisões estratégicas por meio dos Conselhos de Administração e engajar a companhia investida na adoção de práticas ASG (ambientais, sociais e de governança).

As EFPC possuem papel importante na economia, não só no ponto de vista social (pelos benefícios previdenciários pagos aos assistidos), mas também no ponto de vista econômico, como mais importante investidor institucional de recursos de longo prazo; constituem também instrumento de política de recursos humanos das empresas.

Desta forma, as EFPC podem ser grandes aliadas do Estado no cumprimento de suas funções constitucionais, na medida em que seus recursos podem promover o desenvolvimento nacional, a geração de empregos, a preservação dos direitos dos trabalhadores e do meio ambiente.

Para que esse desenvolvimento ocorra de forma efetiva, é necessário que haja a diversificação das carteiras de investimentos – os Fundos precisam aplicar boa parte de seus recursos em investimento produtivos, que aumentem a capacidade produtiva, para que haja o financiamento do crescimento econômico.

Esses investimentos precisam ser realizados de forma sustentável. A sustentabilidade tem sido pauta de discussões entre os grandes investidores mundiais e reguladores de mercado, pois há o reconhecimento de que os aspectos ambientais, sociais e de governança (ASG) podem trazer oportunidades no longo prazo e afetar o desempenho dos investimentos.

A adoção de critérios socioambientais e de governança corporativa na seleção das companhias nas quais investir mitiga o risco do investimento e potencializa a rentabilidade, razão pela qual as EFPC realizam investimentos socialmente responsáveis. As companhias que não possuem comportamentos desejados no que se refere ao meio ambiente, relações de trabalho e governança corporativa expõem-



se a riscos legais, sociais e financeiros, motivo de atenção pelas EFPC, em razão da sua natureza de investidora de longo prazo.

E ao direcionar suas decisões e demandar dos seus diversos *stakeholders* a consideração dos fatores ASG, os Fundos criam um efeito multiplicador no mercado, incentivando também as companhias investidas.

Considerando a natureza das suas atividades e dos seus investimentos, os Fundos podem priorizar a geração de valor efetiva para 8 dos 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável da Organização das Nações Unidas (ONU): (3) saúde e bem-estar, (5) igualdade de gênero, (7) energia limpa e acessível, (8) trabalho decente e crescimento econômico, (10) redução das desigualdades, (13) ação contra a mudança global do clima, (16) paz, justiça e instituições eficazes e (17) parcerias e meios de implementação. As EFPC, portanto, criam um círculo virtuoso em favor da sustentabilidade, lembrando que as empresas são peça fundamental para o pleno cumprimento dessa Agenda.

Por essa razão o investimento sustentável tem sido objeto de estudos de diversos organismos internacionais, com o objetivo de auxiliar e encorajar os investidores e reguladores sobre o tema, como a ONU, que elaborou o *Principles for Responsible Investment* (PRI) em 2006, com o objetivo de nortear as ações de integração dos critérios ASG na análise e decisões de investimento, além de diversas outras iniciativas.

Tem crescido entre os investidores a consciência sobre os riscos ligados aos temas ambientais, sociais e de governança. Não obstante o aumento na procura de investimentos sustentáveis pelos investidores nos últimos anos, o mercado ainda está em processo de amadurecimento, pois ainda há algumas barreiras a serem superadas, como a falta de divulgação de informações ASG confiáveis e padronizadas pelas companhias.

O tema também é foco das EFPC. A Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (Abrapp) tem contribuído com o setor por

meio de diversas iniciativas sobre o tema. Estudos demonstram que a integração ASG pelas EFPC têm evoluído, no entanto, há muito a avançar.

Sabendo-se do seu importante papel social, pergunta-se: os Fundos de Pensão têm contribuído para o desenvolvimento sustentável na qualidade de investidor de longo prazo? Como essas Entidades poderiam contribuir de forma mais ampla e efetiva com o desenvolvimento sustentável do país? Como as Políticas Públicas poderiam fomentar o sistema de previdência complementar e o investimento de longo prazo, de forma sustentável, visto que estamos na seara do Direito Privado e as EFPC precisam rentabilizar seus ativos para que possam cumprir com seu fim institucional (pagar benefício previdenciário)?

No intuito de responder as questões de pesquisa, delinea-se o seguinte objetivo geral: analisar o papel que os Fundos de Pensão têm desempenhado no desenvolvimento como investidor de recursos financeiros no setor produtivo, e propor soluções, por meio de políticas públicas, caso se entenda que essas entidades possam colaborar mais efetivamente para o desenvolvimento sustentável.

Para alcançar esse objetivo, foram estabelecidos os seguintes objetivos específicos:

- a) investigar como os Fundos de Pensão têm aplicado seus recursos no setor produtivo e analisar se esses investimentos têm colaborado para o desenvolvimento sustentável;
- b) estudar a legislação afeta ao tema;
- c) analisar as iniciativas sobre sustentabilidade no âmbito do mercado financeiro, produtivo e de previdência complementar;
- d) realizar análise crítica da situação atual;
- e) apresentar propostas concretas para que os Fundos de Pensão participem de modo mais efetivo para o desenvolvimento sustentável do país (econômica e socialmente).

A relevância do estudo pode ser observada quando analisamos o cenário econômico e social brasileiro e a importância das políticas públicas para o desenvolvimento sustentável, principalmente diante da crise em que o país se encontra,

com uma taxa de desemprego de 13,2%, equivalente a 13,7 milhões de pessoas segundo o IBGE (ref. ago. 2021). É de suma importância a concretização de políticas públicas eficazes para que o Brasil retome seu crescimento, gere empregos, aumente a arrecadação e invista em infraestrutura, o que deve ocorrer de maneira sustentável.

E os Fundos de Pensão podem ser instrumento auxiliar no atingimento desses objetivos, visto que são entidades voltadas à constituição de massas de recursos com longo prazo de maturação, podendo canalizar esses recursos para o setor produtivo por meio de investimentos sustentáveis.

Esta dissertação está estruturada em cinco partes cujas pretensões procuram alcançar os temas mais importantes relacionadas ao desenvolvimento sustentável e os dilemas com os quais se relaciona. No Capítulo 1 – Quem são os Fundos de Pensão – serão apresentadas as características gerais das EFPC, os números do sistema e a evolução histórica do sistema de previdência complementar, informações básicas para o desenvolvimento e compreensão da pesquisa. Também será estudado o papel do Estado na regulação, fomento e desenvolvimento do sistema de previdência complementar, como formas de intervenção do Estado no domínio econômico, dado o caráter social desempenhado pelas EFPC.

No Capítulo 2 – Investimentos das Entidades Fechadas de Previdência Complementar – será analisada a legislação sobre investimentos dos Fundos de Pensão e como as Entidades investem seus recursos considerando os diversos segmentos de aplicação, para que seja possível avaliar a participação dos Fundos no desenvolvimento econômico. Também serão apresentadas algumas possibilidades de investimento que podem contribuir com o desenvolvimento do país de forma mais efetiva.

No Capítulo 3 – O Mercado Financeiro e Produtivo e a Sustentabilidade – será exposto sobre o tema sustentabilidade, abordando as questões ASG; também será estudado como os organismos internacionais têm se posicionado sobre o tema e tem incentivado os investidores na questão da sustentabilidade. Por fim, serão analisadas as iniciativas do próprio mercado financeiro e produtivo.

No Capítulo 4 – Fundos de Pensão como Financiadores do Desenvolvimento Sustentável – serão analisadas as iniciativas sobre sustentabilidade no âmbito do sistema de previdência complementar, bem como será verificado se os Fundos adotam os fatores ASG na análise dos seus investimentos e quais seriam as principais barreiras para não fazê-lo. Também será analisada a questão da regulação sobre ASG e, por fim, serão apresentados estudos de casos, considerando os três maiores Fundos de Pensão do país.

Nas conclusões estão vertidas as constatações mais importantes, acompanhadas dos aportes críticos necessários, sem esquecer das perspectivas de soluções que um trabalho desta natureza requer, inclusive para contribuir com o avanço científico no estudo do tema.

## CAPÍTULO 1

### QUEM SÃO OS FUNDOS DE PENSÃO

#### 1.1 Características gerais

O sistema previdenciário brasileiro se estrutura sobre três pilares: (i) o Regime Geral de Previdência Social (RGPS), operado pelo Instituto Nacional de Seguro Social (INSS), responsável pela cobertura dos trabalhadores do setor privado; (ii) o Regime Próprio dos servidores públicos (RPPS) – esses dois regimes são compulsórios, criados e operados pelo Estado; e (iii) uma previdência complementar facultativa.

A previdência complementar é operada pelas Entidades Abertas de Previdência Complementar, com finalidade lucrativa e disponível a qualquer pessoa, e pelas Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), sem finalidade lucrativa, acessível a um grupo determinado de pessoas. Essas últimas são também conhecidas como “Fundos de Pensão” e serão objeto do presente estudo.

As EFPC tiveram sua primeira regulamentação pela Lei 6435/77<sup>1</sup> e pelo Decreto 81240/78<sup>2</sup>. Referida lei conceituava os Fundos de Pensão como as entidades que “têm por objeto instituir planos privados de concessão de pecúlios ou de rendas, de benefícios complementares ou assemelhados aos da Previdência Social, mediante contribuição de seus participantes, dos respectivos empregadores ou de ambos”.

Com a edição da Emenda Constitucional nº 20/98, a previdência complementar ganhou *status* constitucional e passou a ser disciplinada na Seção III (Previdência Social), do Capítulo II (Seguridade Social), do Título VIII, que trata da Ordem Social, regulamentada pelas Leis Complementares nº 108/2001<sup>3</sup> e nº

---

<sup>1</sup> Dispõe sobre as entidades de previdência privada.

<sup>2</sup> Regulamenta as disposições da Lei nº 6.435, de 15 de julho de 1977, relativas às entidades fechadas de previdência privada.

<sup>3</sup> Dispõe sobre a relação entre a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios, suas autarquias, fundações, sociedades de economia mista e outras entidades públicas e suas respectivas entidades fechadas de previdência complementar, e dá outras providências.

109/2001<sup>4</sup>, além das normas expedidas pelo Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC), pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc) e pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).

Referida Emenda trouxe para o texto constitucional os princípios básicos que norteiam o sistema: caráter facultativo e autônomo em relação ao contrato de trabalho e ao regime geral de previdência social, formação de reservas que garantam o benefício contratado e natureza contratual.

A LC nº 109/01 conceitua as EFPC, no seu artigo 31, como aquelas acessíveis (a) exclusivamente aos empregados de uma empresa ou grupo de empresas e aos servidores da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, entes denominados patrocinadores; e (b) também aos associados ou membros de pessoas jurídicas de caráter profissional, classista ou setorial, denominadas instituidores. Deve ser organizada sob a forma de fundação de direito privado ou sociedade civil sem fins lucrativos, nos termos da LC nº 109/01.

Aderir a um plano de benefício complementar é uma forma de investimento com a finalidade de proporcionar uma aposentadoria complementar à paga pelo Regime Geral ou pelo Regime Próprio. E por ser complementar à Previdência Social, as EFPC colaboram com o poder público para a solução do grave problema da proteção social dos trabalhadores.

Os Fundos de Pensão são privados, independentemente da natureza jurídica da empresa patrocinadora, organizados sob o regime de capitalização, ideal e insubstituível para a consecução dos seus fins sociais.

Podemos assim resumir as características da Previdência no Brasil:

---

<sup>4</sup> Dispõe sobre o Regime de Previdência Complementar e dá outras providências.

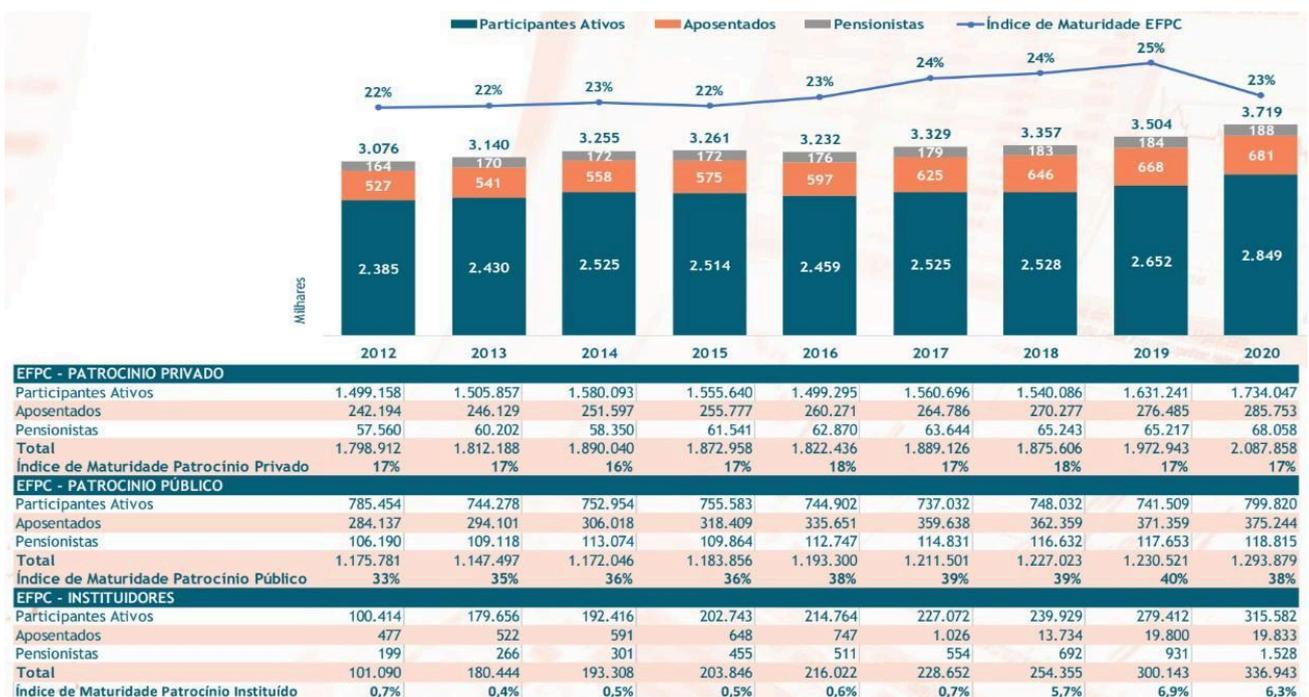
**Tabela 1:** Previdência no Brasil.

	Regime Geral	Regime Próprio	Previdência Complementar	
			Aberta	Fechada
<b>Operação</b>	INSS	Administração Pública Direta ou Indireta	Sociedades anônimas com fins lucrativos	Fundações e sociedades civis sem fins lucrativos
<b>Natureza</b>	Pública	Pública	Privada	Privada
<b>Instituição</b>	Lei	Lei	Contratual	Contratual
<b>Filiação</b>	Obrigatória	Obrigatória	Facultativa	Facultativa
<b>Abrangência</b>	Empregado; Contribuinte individual; Trabalhador avulso; Segurado especial e Segurados facultativos	Servidores da União, DF, Estados e Municípios	Planos individuais e empresariais	Empresas e organizações coletivas
<b>Fiscalização</b>	Ministério do Trabalho e Previdência	Ministério do Trabalho e Previdência	Susep	Previc

Fonte: elaborado pela autora.

Segundo o Relatório Gerencial de Previdência Complementar (BRASIL, 2021a), em dezembro de 2020 o sistema de previdência complementar fechada possuía 2.849.449 participantes ativos, 680.830 aposentados e 188.401 pensionistas, totalizando uma população de 3.718.680. A tabela e o gráfico a seguir mostram a evolução da população das EFPC nos últimos 9 (nove) anos.

**Tabela 2:** Evolução da população das EFPC.



Fonte: BRASIL (2021a, p. 10).

O mesmo Relatório ainda divulgou que em junho de 2021 existiam 282 EFPC administrando 1.111 planos de benefícios, com 2.850 patrocinadores e 394 instituidores, conforme evolução dos últimos 10 (dez) anos demonstrada nos gráficos a seguir:

**Gráfico 1:** Quantidade de EFPC/EAPC.



Fonte: BRASIL (2021a, p. 5).

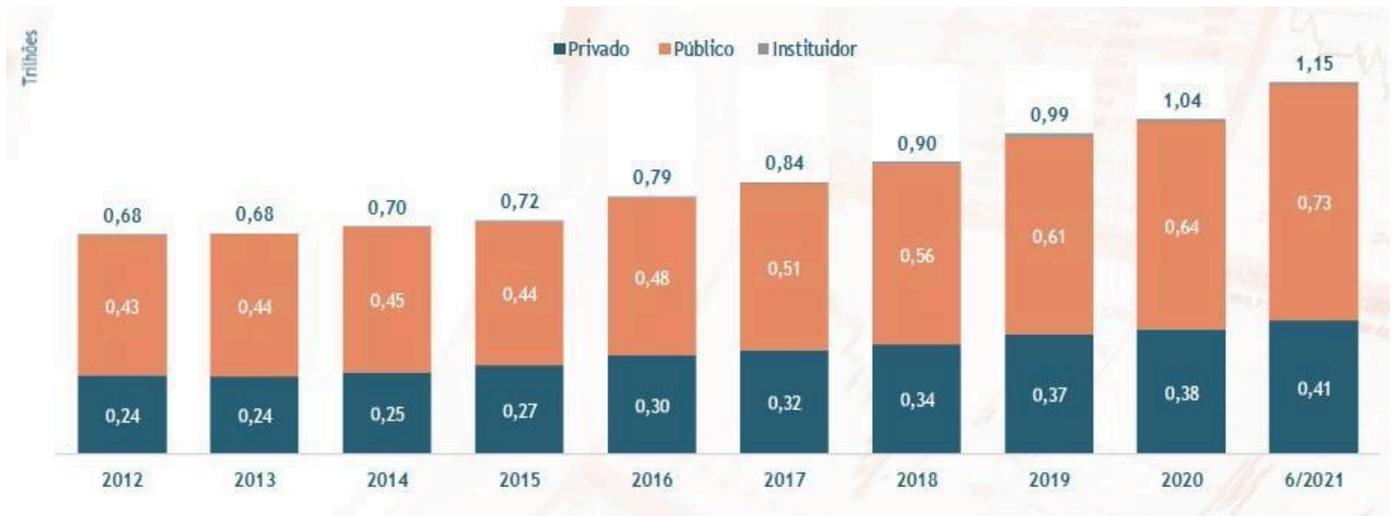
**Gráfico 2:** Quantidade de patrocinadores e instituidores das EFPC.



Fonte: BRASIL (2021a, p. 7).

Nos últimos 9 (nove) anos, os recursos administrados pelas EFPC tiveram um aumento de aproximadamente 70% (setenta por cento), partindo de R\$ 680 bilhões em 2012 para R\$ 1,15 trilhões em junho de 2021, o que representa 14% do PIB:

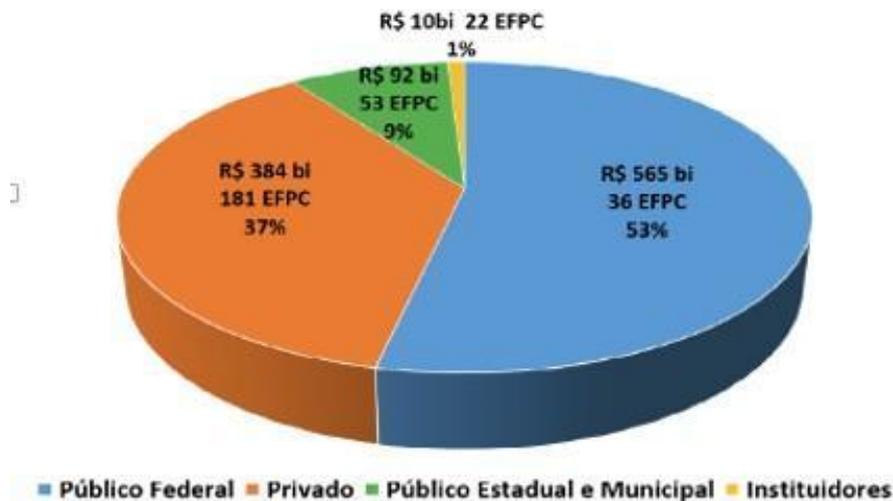
**Gráfico 3:** Ativo das EFPC por tipo de patrocínio.



**Fonte:** BRASIL (2021a, p. 22).

A 6ª edição do Relatório de Estabilidade da Previdência Complementar elaborado pela Previc (BRASIL, 2021b) traz informações sobre a quantidade de EFPC e total de ativos por tipo de patrocinador (referência dez. de 2020):

**Gráfico 4:** Quantidade de EFPC e total de ativos por tipo de patrocinador.



**Fonte:** BRASIL (2021b, p. 12).

Em termos mundiais, o relatório *Pension Funds in Figures* que traz o resumo da evolução numérica dos Fundos de Pensão nos países-membros da OCDE e economias selecionadas (grupo que reuniu 31 economias, incluindo o Brasil) demonstrou que os recursos dos Fundos em países que compõem a OCDE totalizaram US\$ 34,2 trilhões no final de 2020. Fora da chamada “área da OCDE”, os ativos totalizaram US\$ 0,8 trilhão (SILVA, 2021a).

**Tabela 3:** Ativos em Fundos de Pensão e demais veículos de poupança de aposentadoria em 2020.

**ATIVOS EM FUNDOS DE PENSÃO E DEMAIS VEÍCULOS DE POUPANÇA DE APOSENTADORIA**  
em 2020 - Países da OCDE (preliminar)

PAÍSES DA OCDE	FUNDOS DE PENSÃO			TODOS OS VEÍCULOS DE APOSENTADORIA
	% mudança	em US\$ milhões	% do PIB	% do PIB
Alemanha	4,2	330.804	8,1	..
Austrália	-1,2	1.754.578	128,7	131,8
Áustria	2,8	30.639	6,6	..
Bélgica	3,9	51.488	9,3	37,5
Canadá	5,3	1.584.689	95,5	174,1
Chile	-5,2	208.482	75,8	..
Colômbia	5,4	86.742	29,8	29,8
Coreia	15,5	234.874	13,3	..
Costa Rica	13,1	21.657	37,0	37,0
Dinamarca	20,0	224.054	58,4	238,9
Eslováquia	11,3	16.192	14,4	14,4
Eslovênia	4,8	3.701	6,5	7,9
Espanha	1,9	144.011	10,5	14,4
Estados Unidos	8,9	20.063.229	95,8	164,8
Estônia	11,5	6.506	19,5	21,5
Finlândia	3,8	163.463	56,1	..
França	83,8	71.785	2,6	11,2
Grécia	5,5	2.016	1,0	..
Holanda	8,0	2.060.775	210,3	..
Hungria	5,8	6.393	4,0	5,6
Irlanda	0,8	154.615	34,4	..
Islândia	15,4	44.916	194,3	205,6
Israel	7,5	300.489	69,8	..
Itália	7,4	198.371	9,8	12,7
Japão	0,5	1.536.059	29,5	..
Letônia	9,0	748	2,1	19,5
Lituânia	15,9	5.723	9,5	9,5
Luxemburgo	1,1	2.262	2,9	..
México	18,1	236.096	20,4	..
Noruega	10,2	49.900	12,5	..
Nova Zelândia	13,1	79.786	33,9	33,9
Polónia	-3,7	39.782	6,5	..
Portugal	5,6	28.280	11,4	..
Reino Unido	8,1	3.241.225	118,5	..
República Tcheca	6,8	25.347	9,6	9,6
Suécia	n.a.	24.198	4,0	95,0
Suíça	6,2	1.188.905	149,1	..
Turquia	33,7	23.069	3,4	..
<b>Total OCDE</b>	<b>8,7</b>	<b>34.245.851</b>	<b>63,5</b>	

**ATIVOS EM FUNDOS DE PENSÃO E DEMAIS VEÍCULOS DE POUPANÇA**  
em outras economias selecionadas

OUTROS PAÍSES SELECIONADOS	FUNDOS DE PENSÃO			TODOS OS VEÍCULOS DE APOSENTADORIA
	% mudança	Em US\$ milhões	% do PIB	% do PIB
Albânia	23,9	36	0,2	0,2
Armênia	47,0	708	6,0	--
<b>Brasil</b>	<b>10,8</b>	<b>187.751</b>	<b>13,1</b>	<b>26,6</b>
Bulgária	10,6	10.921	14,8	14,8
Croácia	6,2	20.810	34,5	34,5
Egito	10,0	5.635	1,5	1,5
Gana	20,2	3.823	5,7	5,7
Geórgia	127,8	360	2,4	2,4
Guiana	10,1	387	6,7	6,7
Hong Kong, China	13,6	189.815	54,3	54,3
Índia	36,8	75.138	2,8	--
Indonésia	8,0	21.682	2,0	--
Jamaica	-5,7	4.674	33,5	33,5
Kosovo	1,1	2.453	29,3	29,3
Macau (China)	19,1	4.509	18,5	18,5
Macedônia do Norte	15,4	1.783	13,5	13,5
Malauí	20,1	1.320	16,4	16,4
Maldivas	12,2	888	23,7	23,7
Namíbia	3,9	10.700	89,9	101,8
Paquistão	15,2	222	0,1	--
Peru	-5,7	48.040	23,1	23,1
República Dominicana	15,4	11.783	15,5	--
Romênia	21,0	19.684	7,4	7,4
Rússia	3,1	86.050	6,0	6,0
Sérvia	3,9	493	0,9	0,9
Suriname	0,9	286	13,0	--
Tailândia	3,0	42.198	8,1	--
Trinidad e Tobago	1,7	7.617	35,3	37,7
Ucrânia	11,0	123	0,1	--
Uruguaí	19,8	16.053	30,6	30,6
Zimbábue	>200	1.348	10,1	--
<b>Total</b>	<b>1,2</b>	<b>777.291</b>	<b>8,3</b>	

Fonte: OCDE Global Pensions Statistics, Banco do Japão, Ministério do Trabalho e Emprego da Coreia, Agência de Supervisão de Pensões Ocupacionais da Suíça.

Fonte: SILVA (2021a, p. 33-34).

Por fim, importa ainda mencionar que as EFPC administram três modalidades de planos: Benefício Definido (BD), Contribuição Definida (CD) e Contribuição Variável (CV).

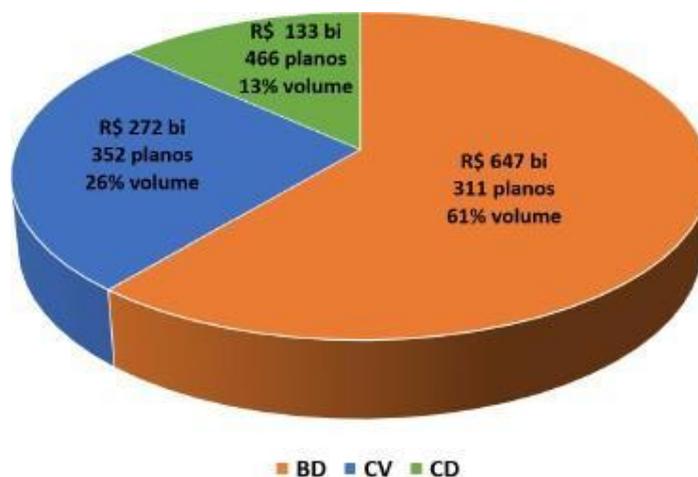
Segundo a Resolução CNPC nº 41/2021, que normatiza as modalidades de planos, o Plano de Benefício Definido é aquele cujo benefício é definido na contratação do plano, ou seja, a forma de cálculo é estabelecida no regulamento do plano, sendo o custeio determinado atuarialmente, de modo a assegurar o pagamento do benefício contratado. O participante sabe de antemão quanto irá receber ao se aposentar, o que varia é a contribuição ao longo do tempo, para que o valor pré-determinado possa ser atingido. Tem natureza mutualista.

O Plano de Contribuição Definida é a modalidade de plano cujos benefícios programados são calculados com base no saldo de conta acumulado pelo participante, sendo as contribuições definidas no regulamento do plano, ou seja, o valor da contribuição é definido no ato da contratação do plano e o valor do benefício a receber varia em função desta quantia, do tempo de contribuição e da rentabilidade.

Já o Plano de Contribuição Variável é a modalidade de plano cujos benefícios programados apresentam a conjugação das características das modalidades de contribuição definida e de benefício definido, ou seja, os benefícios programados, na fase de acumulação, possuem características de CD (contas individuais) e na fase de inatividade têm características de BD (rendas vitalícias), calculadas atuarialmente com base no saldo de conta existente no momento da aposentadoria. Podem também oferecer benefícios de riscos (morte e invalidez) na modalidade de benefício definido.

Segundo o referido Relatório de Estabilidade da Previdência Complementar da Previc (BRASIL, 2021b), os recursos estavam assim distribuídos entre as modalidades de plano:

**Gráfico 5:** Volume financeiro por modalidade de plano.



**Fonte:** BRASIL (2021b, p. 11).

O Relatório Gerencial de Previdência Complementar (BRASIL, 2021a) apresenta a evolução ao longo dos anos:

**Gráfico 6:** Quantidade de planos de benefícios das EFPC por modalidade.

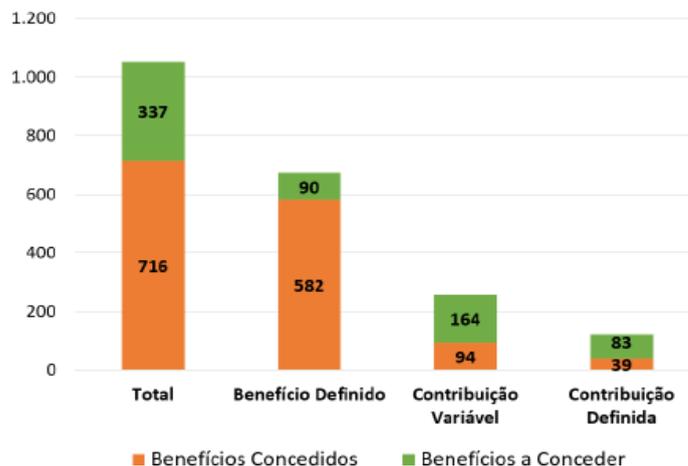


Fonte: BRASIL (2021a, p. 6).

A Previc avalia que houve um incremento de planos CD em razão das variações no cenário econômico e demográfico; a preferência por essa modalidade de plano decorre do menor risco atuarial inerente, além de permitir a terceirização de tais riscos mediante a contratação de seguros.

Verifica-se que os planos na modalidade BD são os mais antigos e possuem os maiores montantes de recursos. Também são os planos que possuem maior maturidade, com maior parte dos seus participantes em gozo de benefício (87% dos recursos para pagamento de benefícios). O gráfico abaixo representa os valores referentes aos benefícios pagos (benefícios concedidos) e a pagar (benefícios a conceder) no sistema:

**Gráfico 7:** Composição “Benefícios Concedidos X Benefícios a Conceder”.



Fonte: BRASIL (2021b, p. 13).

Podemos concluir que a Previdência Complementar Fechada é importante tanto para os participantes quanto para os patrocinadores e para a sociedade pelos seguintes motivos:

(a) para os participantes, porque permite a manutenção, na aposentadoria, do padrão de renda próximo ao que possuía em atividade; possibilita a formação de uma poupança de longo prazo; e garante segurança, mesmo na ocorrência de eventos futuros adversos;

(b) para os patrocinadores é importante ferramenta de recursos humanos; melhora as relações entre empregado e empregador; atrai e mantém mão-de-obra qualificada; e traz boa imagem junto à sociedade;

(c) para a sociedade é instrumento de investimento de longo prazo, o que permite a capitalização de empresas através dos investimentos no mercado de ações; financia projetos de médio e longo prazos; contribui para a formação de postos de trabalho e para a arrecadação direta e indireta de impostos; contribui para a manutenção do poder de compra no mercado de consumo, ativando a economia; possibilita melhor qualidade de vida aos milhares de beneficiários e seus dependentes.

A Previdência Complementar traz segurança para o indivíduo, que terá uma renda complementar na sua aposentadoria, desonera em parte o Estado relativamente à Previdência Pública e auxilia no desenvolvimento econômico quando investe seus recursos no setor produtivo, imobiliário e de infraestrutura.

## **1.2. Origem e desenvolvimento do sistema de previdência complementar fechada**

O primeiro Fundo de Pensão no Brasil foi criado em 1904, a então Caixa Montepio dos Funcionários do Banco da República do Brasil<sup>5</sup>. No entanto, o

---

<sup>5</sup> Atual Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (Previ). Na época da sua criação, o propósito foi garantir uma pensão mensal aos dependentes dos empregados em caso de falecimento – viúvas, filhas e irmãs solteiras – uma vez que naquela época o homem era o provedor da família.

desenvolvimento do sistema iniciou-se na década de 1970, como ilustra o gráfico a seguir, com a criação de Fundos de Pensão ligados às empresas estatais, como a Petrobrás, a Eletrobrás, a Caixa Econômica Federal e a antiga Vale do Rio Doce. Com isso, foi criada a primeira lei para normatizar o sistema – a Lei nº 6435/77, regulamentada pelo Decreto nº 81240/78.

**Gráfico 8:** Quantidade de EFPC entre 1978 a 1998.



**Fonte:** SANTOS (2015, p. 19).

O papel do Estado, por essa lei, seria proteger os interesses dos participantes, determinar padrões mínimos de segurança econômico-financeira, disciplinar a expansão dos planos de benefícios e coordenar as atividades das entidades de previdência complementar (abertas e fechadas).

A regulamentação do sistema em 1977 tinha dois objetivos: fazia parte do projeto do Governo de desenvolver o mercado de capitais<sup>6</sup> e visava a redução dos gastos do Estado com a aposentadoria dos funcionários públicos (PINHEIRO, 2007).

Segundo Pena (2008, p. 13),

<sup>6</sup> A nova Lei que regulamenta as Sociedades por Ações tinha acabado de ser publicada, em 15 de dezembro de 1976.

A previdência complementar no Brasil surgiu, de forma regulamentar, com a lei nº. 6.435, de 1977, em consonância com a experiência norte-americana do ERISA (*Employee Retirement Income Security Act*), na necessidade de regulamentação dos montepios, da canalização da poupança previdenciária ao desenvolvimento do mercado de capitais no País a partir do 2º Programa Nacional de Desenvolvimento e no funcionamento de algumas entidades de previdência privada ligadas ao setor estatal.

O RGPS e o RPPS operam no regime de repartição simples, no qual os trabalhadores ativos pagam os benefícios dos inativos, o que é chamado de pacto de gerações. Nesse regime, prevalecem os princípios da universalidade do benefício e a solidariedade intergeracional entre os trabalhadores. Não existe, portanto, formação de reserva.

Já a previdência privada opera no regime de capitalização, ou seja, o trabalhador contribui para a própria aposentadoria. Esse regime já foi previsto desde a primeira legislação do sistema, pelo Decreto nº 81240/78<sup>7</sup>, que regulamentava a Lei nº 6435/77. A Emenda Constitucional nº 20/98 trouxe para o texto constitucional a obrigatoriedade de formação de reserva que garanta o pagamento do benefício contratado. Essas reservas serviriam, portanto, de instrumento para o desenvolvimento do mercado de capitais, como mencionado.

Nos dizeres de Santana (2017, p. 18),

[...] diferentemente do pilar público de previdência, baseado no regime de financiamento por repartição e no pacto intergeracional entre os trabalhadores, o pilar privado sustenta-se pelo regime de capitalização, segundo o qual o próprio trabalhador deve gerar recursos, a serem valorizados em fundos (como os fundos de pensão), para arcar com os custos dos benefícios de sua aposentadoria. Enquanto o primeiro modelo é herdeiro das sociedades industriais do pós-Guerra, onde prevaleceram o *Welfare State* e o pacto social entre classe trabalhadora, empresariado e Estado no financiamento da previdência pública, o segundo modelo, baseado na capitalização, ganha relevância justamente no contexto da mundialização das finanças e do regime de acumulação financeira.

Os primeiros planos de benefício foram modelados na forma de Benefício Definido. Como já abordado, nesse tipo de plano o benefício é previamente conhecido, normalmente relacionado ao salário do participante, pois os critérios de cálculo são estabelecidos no regulamento do plano. Não existe uma conta individualizada para

---

<sup>7</sup> Art. 28, III do Decreto previa necessariamente o regime de capitalização para as aposentadorias.

cada participante, prevalecendo o mutualismo. Como são assegurados previamente os benefícios dos participantes, cabe ao empregador e ao empregado arcar com as responsabilidades de um eventual déficit.

Ao longo da década de 1990 houve uma grande migração dos planos de benefício definido para planos de contribuição definida, e novos Fundos adotaram o formato CD. Nessa modalidade de plano, o valor do benefício dependerá do saldo de conta acumulado, transfere-se ao trabalhador a responsabilidade pela obtenção de renda, pois o benefício dependerá do saldo de conta, formado pelas contribuições do participante e do patrocinador e pelos resultados dos investimentos. Há um alto grau de insegurança, cabendo ao participante responder sozinho e integralmente com os riscos de um eventual prejuízo. O empregador não participa de um eventual déficit – o risco é todo do participante.

Cabe observar também que os Governos da década de 1990 sofreram certa influência das proposições neoliberais do Consenso de Washington<sup>8</sup>, que tinham por objetivos impulsionar o livre mercado, a abertura comercial e econômica dos países e o controle fiscal. Dentre os dez pontos estratégicos do Consenso, cabe destaque à disciplina fiscal (em que o Estado deveria reduzir gastos e eliminar ou diminuir as suas dívidas, reduzindo custos e funcionários) e à privatização de empresas estatais, pois esses pontos trouxeram consequências no Sistema Previdenciário Brasileiro.

Nesse contexto, as reformas ocorridas a partir do final da década de 1990 na Previdência Social objetivaram (a) a redução dos gastos do Estado com a previdência social, para que fosse possível equilibrar as contas públicas, assegurar o pagamento das aposentadorias diante do envelhecimento da população e abrir espaço para investimento em outras áreas; e (b) estimular o desenvolvimento da previdência privada.

Como consequência, naquela década – especificamente no primeiro governo do Presidente Fernando Henrique Cardoso (1995-1998) – foi colocado em prática o Programa

---

<sup>8</sup> O Consenso de Washington foi a forma como ficou conhecido um encontro ocorrido em 1989, na capital dos Estados Unidos, onde foi realizada uma série de recomendações tendo como finalidade o desenvolvimento e a ampliação do neoliberalismo nos países da América Latina. Tais

recomendações giraram em torno de três ideias principais: abertura econômica e comercial, aplicação da economia de mercado e controle fiscal macroeconômico.



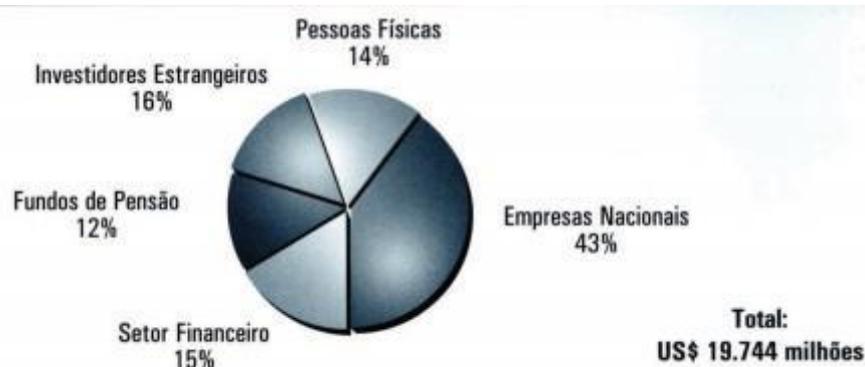
Nacional de Desestatização<sup>9</sup>, em linha com as citadas proposições neoliberais do Consenso de Washington, que influenciaram os Governos. Os Fundos de Pensão estatais tiveram papel fundamental no Programa, adquirindo ações de empresas importantes que passaram pelas privatizações, tais como Vale do Rio Doce, Usiminas, Companhia Siderúrgica Nacional

- CSN, Rede Ferroviária Federal, Companhia Paulista de Força e Luz – CPFL, Telebrás, Embraer, dentre outras, servindo, inclusive, de incentivo para os demais compradores.

No processo histórico de industrialização, as atividades produtivas foram financiadas de quatro formas: pelos bancos privados mediante crédito de curto e médio prazo, por recursos das próprias empresas oriundos de seus lucros, por linhas de crédito do exterior e pelo Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES). Os investimentos de maiores riscos eram assumidos pelo Estado (SANTANA, 2017). A década de 1990 trouxe mudanças. As privatizações com recursos dos bancos públicos e dos Fundos de Pensão vieram fortalecer e ampliar as grandes empresas nacionais para garantir competitividade no cenário internacional.

Segundo o Relatório de Atividades do Programa Nacional de Desestatização produzido pelo BNDES (BNDES, 2000), em que traz os resultados acumulados entre 1991 e 1999 referentes às privatizações, os Fundos de Pensão foram responsáveis por 12% das aquisições, conforme se verifica no gráfico a seguir:

**Gráfico 9:** Resultado das vendas por compradores.



**Fonte:** BNDES (2000, p. 15).

<sup>9</sup> O Programa Nacional de Desestatização foi instituído pela MP 155/90, no Governo Collor, posteriormente convertida na Lei nº 8031/90. No entanto, foi durante o Governo FHC que o Programa ganhou intensidade. Foi aprovada a Lei nº 9491/97, que substituiu a Lei nº 8031/90.

No período, foram transferidas ao setor privado 65 empresas e participações acionárias federais, pertencentes aos setores siderúrgico, químico, petroquímico, fertilizantes, elétrico, ferroviário, mineração, portuário, financeiro e de informática, segundo se demonstra:

**Gráfico 10:** Resultado das vendas por setor.



**Fonte:** BNDES (2000, p. 15).

Empresas estratégicas como Usiminas, Vale, Embraer, CSN, empresas de telefonia e de energia passaram a ter os Fundos de Pensão como acionistas.

Em 1998, foi editada a Emenda Constitucional nº 20/98, que trouxe alterações nos três regimes. Essa Emenda foi fundamental, pois constitucionalizou o sistema de previdência complementar, introduzindo na Carta Magna os princípios básicos que devem nortear o sistema: caráter facultativo, autonomia em relação ao Regime Geral de Previdência Social e ao contrato de trabalho, e garantia quanto à formação de reservas que assegurem o pagamento dos benefícios contratados.

Referida emenda também permitiu a criação da previdência complementar pelos entes federados aos servidores públicos, conforme definição e aprovação de lei complementar. Houve nítida intenção do Governo de fortalecer o sistema, adaptando-o às mudanças nos sistemas demográficos, econômicos, sociais e trabalhistas trazidos pela Constituição Federal.

Em 2001, foram editadas as Leis Complementares nº 108/2001 e nº 109/2001, para regulamentar o sistema, conforme previsto na Emenda Constitucional nº 20/98.

Dentre as principais mudanças, verifica-se que o foco central passou a ser os planos de benefícios e foi introduzido um novo modelo de governança, em que os participantes participam da gestão dos fundos, como membros do Conselho Deliberativo e do Conselho Fiscal.

A LC nº 108/01 trouxe regras próprias para as EFPC que possuem patrocinador público, como a obrigatoriedade da paridade da contribuição, não podendo o patrocinador contribuir para o plano com valor maior que o participante (contribuições normais), bem como a observância da paridade dos representantes nos conselhos deliberativo e fiscal entre participantes e patrocinadoras<sup>10</sup>, permitindo, assim, maior democratização na administração dos Fundos.

A LC nº 109/01, que regulamenta o regime de previdência complementar, prevê a estrutura organizacional mínima da EFPC, que deve ser composta por conselho deliberativo, conselho fiscal – assegurada a representação dos participantes nesses dois órgãos, ocupando 1/3 das vagas – e diretoria executiva.

Referida lei complementar também dispõe sobre a atuação do Estado, principalmente para a formulação da política de previdência complementar e para disciplinar, coordenar e supervisionar as atividades dos Fundos, compatibilizando-as com as políticas previdenciária e de desenvolvimento social e econômico-financeiro.

Verifica-se, portanto, que as alterações legislativas objetivaram não só fomentar e ampliar o sistema de previdência complementar, como também visavam utilizar as atividades dos Fundos para o desenvolvimento econômico mediante investimento das suas reservas em projetos de longo prazo, também garantindo um benefício previdenciário complementar ao pago pelo RGPS ou pelo RPPS. Os Fundos de Pensão seriam instrumentos a favor da política econômica do Estado.

Esse fato está claro na Exposição de Motivos do Projeto de Lei Complementar nº 10/1999, que resultou na LC 109/01, transcrito por Silva (2005, p. 24 e 26):

---

<sup>10</sup> Metade dos membros desses órgãos são indicados pelo patrocinador e metade são eleitos pelos participantes.

4. Além da necessária estabilidade nas regras, uma vez que a previdência complementar trabalha com compromissos intergeracionais, a presente proposta de lei complementar busca dotar o regime de flexibilidade, evitando o atual “engessamento” de regras num diploma legal desta envergadura, de forma que possamos estabelecer as condições para uma expansão sustentada da poupança coletiva. Desse modo, estarão estabelecidas as condições para a modernização do regime de previdência complementar, com seus reflexos positivos em relação ao aumento da poupança agregada, bem como pelo estímulo aos investimentos que demandam financiamentos de médio e longo prazos e sua relevante contribuição para a melhoria do nível de emprego.

[...]

6. A maior credibilidade do regime de previdência complementar institucionalizará e consolidará uma modalidade de poupança interna pouco explorada em nosso País – a de perfil de longo prazo – o que facilitará a redução do grau extremado de dependência de capitais externos e voláteis a que nações que ainda não atingiram o nível pleno de desenvolvimento estão sujeitas. Para essa consolidação da poupança de longo prazo, a credibilidade é irmã da transparência da gestão e do pleno acesso de informações aos participantes de entidades de previdência complementar. Por essa razão, esses são outros dois objetivos colimados com o presente projeto.

Em 2004, tivemos nova medida de incentivo ao sistema e à formação da poupança previdenciária, com a edição da Lei 11053/2004<sup>11</sup>, que prevê a dispensa da retenção na fonte do imposto de renda sobre as aplicações financeiras dos recursos dos planos de benefícios administrados pelas EFPC, e dos recursos dos fundos administrativos e dos planos assistenciais.

Oito anos após a edição da LC 109/01, foi criada a autarquia para fiscalizar o sistema. Até então, o órgão responsável pela regulação e fiscalização das EFPC era o Ministério da Previdência e Assistência Social (MPAS), por intermédio do Conselho de Gestão de Previdência Complementar (CGPC), como órgão regulador, e pela Secretaria de Previdência Complementar (SPC), como órgão fiscalizador.

A Lei nº 12154/2009 criou a Previc, autarquia de natureza especial, dotada de autonomia administrativa e financeira e patrimônio próprio, vinculada ao Ministério do Trabalho e da Previdência, para atuar como entidade de fiscalização e de supervisão das atividades das EFPC e de execução das políticas para o regime de previdência complementar. Pela mesma lei, foi criado o Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC) com a função de órgão regulador do sistema.

---

<sup>11</sup> Conversão em lei da MP nº 209/2004.

Nas últimas décadas, o Estado tem procurado fomentar a previdência complementar – a educação previdenciária e o objetivo de uma aposentadoria com renda maior do que a do teto do Regime Geral têm levado muitos trabalhadores a aderir à previdência complementar fechada ou aberta.

Em 2012, finalmente houve a criação do regime de previdência complementar para os servidores públicos federais pela Lei nº 12.618/2012<sup>12</sup>, em linha com as alterações trazidas na EC nº 41/2003, contribuindo ainda mais para o fomento do sistema. Foram criadas, sob a forma de fundação, a Funpresp-Exe, a Funpresp-Leg e a Funpresp-Jud para administrar os planos de benefícios dos servidores do Poder Executivo, do Poder Legislativo e do Poder Judiciário, respectivamente.

A criação da previdência complementar para os servidores teve como fundamento o alto custo para a União e Estados com a previdência dos seus servidores (RPPS), além da disparidade existente entre os trabalhadores da iniciativa privada e pública. Assim, a criação da previdência complementar para os servidores permitiu a imposição de um teto de aposentadoria ao RPPS equivalente ao RGPS, válido para os servidores que ingressassem a partir de 2012.

Mais recentemente, tivemos a chamada “Reforma da Previdência” pela Emenda Constitucional nº 103/2019, que trouxe mudanças significativas tanto no Regime Geral quanto no Regime Próprio, alterando regras para concessão, cálculo de benefícios e custeio do sistema. Novamente o objetivo da reforma foi diminuir o custo do sistema previdenciário, que já se mostrava superior à capacidade de arrecadação do Governo, visto que a Previdência Social tem um déficit crescente. Ademais, com o envelhecimento da população, menos pessoas contribuem e mais pessoas passam a receber o benefício.

Referida Emenda previu o prazo de 31/07/2020 para que todos os estados e municípios adequassem suas regras previdenciárias com base nessa nova reforma.

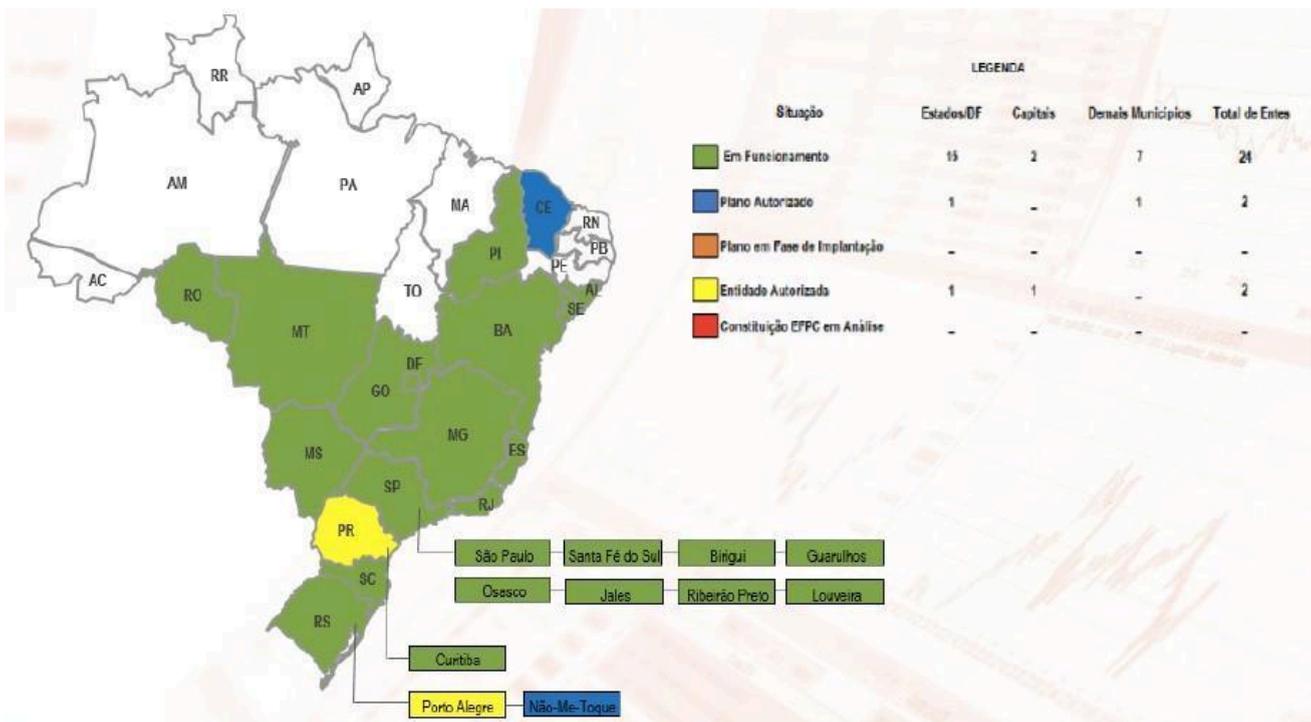
---

<sup>12</sup> “Art. 1º É instituído, nos termos desta Lei, o regime de previdência complementar a que se referem os [§§ 14, 15 e 16 do art. 40 da Constituição Federal](#) para os servidores públicos titulares de cargo efetivo da União, suas autarquias e fundações, inclusive para os membros do Poder Judiciário, do Ministério Público da União e do Tribunal de Contas da União.”

Também trouxe em seu texto a obrigatoriedade de instituição do Regime de Previdência Complementar para os Entes Federativos que possuam o Regime Próprio de Previdência Social – RPPS para seus servidores, no prazo máximo de 2 anos, e a limitação dos valores dos benefícios de aposentadoria e pensão concedidos pelo RPPS ao teto máximo estabelecido para os benefícios do Regime Geral de Previdência Social – RGPS.

Segundo o Relatório Gerencial de Previdência Complementar (BRASIL, 2021a), 24 entes já implantaram a previdência complementar para seus servidores, atingindo o patrimônio de R\$ 8,35 bilhões no 3º bimestre de 2021<sup>13</sup>. O mapa a seguir demonstra de forma mais clara a previdência complementar dos servidores públicos dos estados, DF e municípios:

**Figura 1:** Previdência Complementar do Servidor Público nos Estados, DF e Municípios.



Fonte: BRASIL (2021a, p. 57).

Verifica-se que o sistema de previdência complementar é importante instrumento de adequação às mudanças na estrutura demográfica, social e

<sup>13</sup> São 15 EFPC em funcionamento, 24 Entes com planos em funcionamento, 412 patrocinadores e 32 planos de benefícios. A população dessas entidades chegou a marca de 147.903 participantes ativos, em dezembro de 2020.

econômica, como evidenciam as reformas implementadas na Previdência Social (Regime Próprio e Regime Geral).

Desde a edição da Lei nº 6435/77, verifica-se a seguinte evolução dos fundos de pensão no Brasil:

**Tabela 4:** Evolução dos Fundos de Pensão.

Histórico	Dez 1981	Dez 1990	Dez 2000	Dez 2010	Dez 2020
Entidades Autorizadas	118	244	360	368	286
Patrocinadoras	500	1.000	2.333	2.884	2.841
Instituidores	-	-	-	316	491
Participantes (milhões)	1,18	1,71	1,63	2,25	2,66
Assistidos (milhões)	nd	0,13	0,38	0,66	0,83
Patrimônio (bilhões)	US\$ 3,7	US\$ 12,1	US\$ 66,5 R\$ 130,34	US\$ 335 R\$ 559,45	US\$ 194,86 R\$ 1.011,36
% PIB	1,4%	2,3%	13,6%	14,8%	14,1%
	Dólar Ptax Venda Cr\$ 127,8	Dólar Ptax Venda Cr\$ 170	Dólar Ptax Venda R\$ 1,96	Dólar Ptax Venda R\$ 1,67	Dólar Ptax Venda R\$ 5,19

**Fonte:** OLIVEIRA; CIOFFI; CONTI (2017, p. 26) e ABRAPP (2020), elaborado pela autora.

Verifica-se um crescimento substancial no sistema ao longo das décadas. Desde dezembro de 1981, o número de entidades cresceu 142% se comparado a dezembro de 2020 e o número de participantes em 125%.

As reformas promovidas pelo Estado na previdência social nas últimas décadas tinham objetivos muito claros: necessidade de ampliação da previdência complementar em razão do diagnóstico de déficit na previdência social e identificação das EFPC como fonte de financiamento de longo prazo para o desenvolvimento econômico do país.

E exatamente por isso, acredita-se que o sistema de previdência complementar fechada tende a evoluir cada vez mais, em razão não só da nova estrutura do mercado de trabalho, mas decorrente das novas regras previdenciárias e das incertezas quanto a novas mudanças.

### 1.3 O papel do Estado na regulação, fomento e desenvolvimento do sistema de previdência complementar

A ordem econômica é fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, com o objetivo de assegurar a todos existência digna, observados, dentre outros, os princípios da propriedade privada e da livre concorrência, nos termos do art. 170 da Constituição Federal. Os valores sociais do trabalho e da livre iniciativa são, inclusive, princípios fundamentais consagrados no art. 1º da Carta Magna.

Segundo Nery Junior e Nery (2019, *n.p.*),

Nossa ordem econômica não consagra o dirigismo econômico; a intervenção estatal na ordem econômica é permitida como exceção para assegurar a proteção do mercado e a livre concorrência. [...] O Estado é um agente econômico que pode interferir na economia para preservação da livre concorrência; apesar de ser um dos agentes mais importantes do processo econômico, não pode interferir de maneira que estabeleça um dirigismo econômico que comprometa a livre iniciativa, sem dizer que toda forma de intervenção deverá estar previamente regulamentada, e subordinada a todos os princípios norteadores da Administração Pública (CF 37), podendo, inclusive, ser controlada judicialmente (art. 5º, XXXV). [...]

Em razão do modelo econômico adotado pela CF, cabe ao Estado exercer sua política de controle e fiscalização, com o limite de intervenção mínima, o que significa tomar medidas razoáveis e proporcionais, sempre no sentido de preservar o direito de propriedade, a livre iniciativa e a atividade econômica. Caso haja mais de um caminho legítimo para que o Estado possa exercer sua atividade controladora e reguladora, deve necessariamente optar pela via menos gravosa para a atividade econômica. Incide, também nas questões relativas à ordem econômica, a máxima da proibição de excesso.

O Estado intervirá no domínio econômico quando necessário, em prol do bem-estar do cidadão e da justiça social, de forma direta ou indireta. Na intervenção direta o Estado atua como agente econômico e realiza exploração direta de atividade econômica, em casos excepcionais. Ocorre a intervenção indireta quando o Estado atua como regulador, editando leis e atos normativos, fiscalizando ou estimulando com favores fiscais ou financiamentos, conforme preceitos do art. 174 da Carta Magna (CERVO, 2014).

Importante fazer um parêntese para esclarecer a diferença entre a função reguladora ou atividade regulatória da função regulamentar ou regulamentação, ambas exercidas pelo Estado. Segundo Mesquita (2005, p. 25),

Enquanto que a função regulamentar consiste em disciplinar uma atividade mediante a emissão de atos ou comandos normativos, a função reguladora ou a regulação estatal, além de envolver a função regulamentar, envolve as atividades de fiscalização, de poder de polícia, adjudicatórias, de conciliação, bem como a de subsidiar e recomendar a adoção de medidas pelo poder central no ambiente regulado.

A regulação ocorre quando há participação do capital privado na prestação de serviços de interesse da coletividade. Há, nesse caso, intervenção indireta do Estado na ordem econômica, por meio da regulamentação e fiscalização da prestação de determinados serviços de interesse público.

O fomento é outra forma de intervenção indireta do Estado na ordem econômica. Como bem ensina Marques Neto (2014, p. 405),

Como forma de intervenção indireta estatal na economia, o fomento é capaz de viabilizar a satisfação de necessidades e interesses públicos com mínimas restrições na liberdade e propriedade privada, e sem que o Estado assuma para si a prestação de uma atividade. Num cenário de crescentes demandas sociais, acompanhado de limitação de recursos públicos, o fomento vem se apresentando como forma eficiente para permitir que essas demandas sejam, a partir de estímulos estatais, promovidas pelo próprio setor privado.

O fomento atua como forma de estimular a iniciativa privada, sem que o Estado interfira nas suas decisões, observando-se, assim, os preceitos definidos no art. 170 da Constituição Federal. Ainda segundo Marques Neto (2014), há diversos instrumentos para se efetivar o fomento estatal – as variações possíveis são ilimitadas e dependerão das características do setor a ser fomentado.

Sobre a previdência complementar, a Constituição Federal a prevê como de natureza contratual e facultativa, ou seja, possui natureza privada. Nos dizeres de Pulino (2011, p. 225):

[...] ainda que sua constituição e funcionamento dependam de prévia e expressa autorização de órgão fiscalizador (art. 33, II da Lei Complementar nº 109/01) e que sua atuação seja acentuadamente controlada pelo Poder Público, a entidade fechada de previdência complementar constitui pessoa jurídica de direito privado, submetida à disciplina legal de idêntica natureza.

Por essa razão, os Fundos de Pensão são regidos pelo Código Civil, além da legislação própria do sistema de previdência complementar.

Não obstante essa natureza privada, o sistema de previdência complementar fechada desempenha importante papel social, pois além de administrar recursos de terceiros, de modo a permitir uma melhor qualidade de vida aos seus participantes e familiares, é importante ferramenta de recursos humanos para o patrocinador, e instrumento de desenvolvimento para a economia do país, uma vez que os recursos do sistema são investidos no mercado produtivo.

Como já mencionado, as EFPC estão disciplinadas na Constituição Federal, no Título VIII, que trata da Ordem Social. Pimentel (2007, p. 100) afirma que:

O sistema brasileiro de fundos de pensão, uma obra coletiva, construída por muitas mãos, tem o social em seu DNA. São prova disso as suas raízes, plantadas na Ordem Social da Constituição de 1988, em justo reconhecimento a uma atividade que não visa ao lucro, uma vez que os planos nascem apenas de uma decisão das empresas (ou de sindicatos, cooperativas e conselhos federais) de assegurar aposentadorias dignas aos seus funcionários. [...]

Os fundos de pensão têm o sabor de uma equação na qual todos ganham. São vantajosos para o participante, ao qual as reservas acumuladas garantem um bom padrão de vida após encerrada a fase laboral, à empresa, ao lançar mão de um dos mais eficientes instrumentos de política de recursos humanos, à entidade sindical ou associativa, que tem reforçada a sua liderança na categoria profissional a que serve e passa a atrair novos associados, e à economia brasileira, na qual essa poupança previdenciária é investida e gera prosperidade e novos empregos.

Rodrigues (2003, p.161) também destaca o papel social das EFPC:

As entidades fechadas de previdência são, em linhas gerais, pessoas jurídicas sem fins lucrativos agregadoras de recursos de trabalhadores e que a estes e suas famílias proporcionam a realização de direitos vinculados a aposentadoria, ao pensionamento e a outros benefícios previdenciários e assistenciais. Estamos, portanto, no campo dos Direitos Sociais, mais alargadamente no campo dos Direitos Fundamentais.

Por essa razão, apesar de estarmos na seara do direito privado, o Estado atua fortemente no sistema, traçando políticas públicas que visam seu fomento e sua sustentabilidade, mediante a elaboração de regras que garantam a segurança econômico-financeira e atuarial dos planos de benefícios, além de exercer ativa regulação do sistema.

A atuação estatal ocorre, portanto, por meio da regulação do sistema de previdência complementar, exercendo regulamentação, fiscalização e fomento. Há a intervenção indireta do Estado.

O art. 3º da LC nº 109/01 prevê a atuação do Estado com o objetivo de: (a) formular a política de previdência complementar, objetivando compatibilizá-la com o desenvolvimento social e econômico do País; (b) determinar padrões mínimos de segurança para preservar a liquidez, a solvência e o equilíbrio dos planos de benefícios; (c) fiscalizar e aplicar penalidades; (d) assegurar a transparência dos planos em favor dos participantes e assistidos, e proteger seus interesses.

A regulação ocorre por meio das já citadas LC nº 108/01 e nº 109/01, bem como por normas infralegais expedidas pelo Poder Executivo. No âmbito do Poder Executivo, a regulação está a cargo de dois órgãos colegiados: (a) o Conselho Nacional de Previdência Complementar<sup>14</sup>, com a função de regular o sistema fechado de previdência complementar no que se refere aos aspectos de governança, gestão atuarial, relação com os participantes, dentre outros temas; e (b) o Conselho Monetário Nacional, com a função de regular os investimentos das EFPC.

A fiscalização, por sua vez, está a cargo da Previc, autarquia de natureza especial, dotada de autonomia administrativa e financeira e patrimônio próprio, vinculada ao Ministério do Trabalho e da Previdência, com sede e foro no Distrito Federal e atuação em todo o território nacional<sup>15</sup>.

No âmbito do fomento, podemos afirmar que nas últimas décadas o Estado tem procurado fomentar a previdência complementar. As diversas reformas realizadas nas regras do Regime Geral e do Regime Próprio têm fortalecido o sistema de previdência complementar, como demonstrado no item anterior.

---

<sup>14</sup> O Conselho Nacional de Previdência Complementar possui, além do Presidente (Ministro do Trabalho e da Previdência), 8 (oito) integrantes, com direito a voto e mandato de 2 (dois) anos, permitida uma recondução, sendo: 5 (cinco) representantes do poder público; e 3 (três) indicados, respectivamente: (a) pelas entidades fechadas de previdência complementar; (b) pelos patrocinadores e instituidores; e (c) pelos participantes e assistidos (art. 14 da Lei nº 12.154/2009).

<sup>15</sup> Art 1º da Lei nº 12.154/2009, que criou a Previc.

As reformas constitucionais já mencionadas, além de constitucionalizar a previdência complementar, passaram a prevê-la também para os servidores públicos. A criação do regime de previdência complementar para os servidores públicos federais pela Lei nº 12.618/2012, bem como a instituição de planos de benefícios pelos estados têm gerado um aumento significativo no número de participantes, servidores públicos, no sistema, bem como no patrimônio administrado. Em 8 anos, o número total de participantes ativos, servidores públicos federais, estaduais e municipais, subiu de 8.522 para 147.903, e o patrimônio, de aproximadamente R\$ 160 milhões, aumentou para cerca de R\$ 8,35 bilhões, conforme dados da Previc:

**Tabela 5:** Evolução da Previdência Complementar dos Servidores Públicos da União, Estados, DF e Municípios.

DESCRIÇÃO	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	06/2021
Patrimônio (R\$ bilhões)	0,16	0,41	0,77	1,28	1,96	3,10	5,05	7,26	8,35
Patrocinadores	324	330	343	364	371	385	404	409	412
Planos	7	8	10	13	14	19	25	30	32
Participantes Ativos	8.522	26.780	46.088	64.093	86.978	114.782	138.963	147.903	147.903
Aposentados				4	269	299	319	328	328
Pensionistas	3	3	6	11	21	42	71	99	99

**Fonte:** BRASIL (2021a, p. 58).

Para auxiliar os Entes Federativos, em dezembro de 2019, o Ministério da Economia publicou um Guia da Previdência Complementar para Entes Federativos, atualizado em dezembro de 2021 na sua 6ª edição (BRASIL, 2021d), com o intuito de orientar os Entes no planejamento de implementação do Regime de Previdência Complementar.

Também publicou uma cartilha aos cidadãos denominada “Previdência Complementar para Todos – Guia para a população brasileira se preparar melhor para a aposentadoria” (BRASIL, 2020), com o objetivo educativo, explicando de forma detalhada e didática o sistema de previdência complementar e a importância de se aderir a um plano de benefícios previdenciários.

Importa mencionar que a antiga Secretaria de Políticas de Previdência Complementar (SPPC)<sup>16</sup> já havia publicado cinco diretrizes a serem observadas pelo Regime de Previdência Complementar, com a finalidade de contribuir para o seu fomento e sustentabilidade de forma compatível com a política previdenciária e de desenvolvimento econômico-social do País (BRASIL, [201?]):

- a) Fortalecer a Governança – incentivar a manutenção de um esforço continuado com vistas à consolidação e ao fortalecimento da aplicação de ferramentas e boas práticas de gestão, de modo a subsidiar e permitir a tomada de decisão racional e responsável e que contemple, além dos aspectos econômico-financeiros, os socioambientais;
- b) Promover a Responsabilidade Social – estimular a adoção de estratégias de longo prazo e que levem em consideração a conciliação, anseios e interesses dos diversos atores com quem se relacionam os Fundos de Pensão, o comprometimento com o desenvolvimento social, e o respeito e a conservação do meio ambiente;
- c) Estimular a participação e o diálogo – promover o diálogo ético, responsável e transparente com os participantes, assistidos, patrocinadores e instituidores, de forma que se respeite e fortaleça o contrato previdenciário, que se reduza o conflito, que se busque a harmonia e se estabeleça a credibilidade com vistas ao desenvolvimento sustentável;
- d) Promover a Educação Previdenciária – promover a educação previdenciária investindo na orientação, na conscientização, no esclarecimento e na reflexão sobre o Sistema Previdenciário Brasileiro, como a melhor forma de buscar a compreensão e de fomento do Regime de Previdência Complementar como instrumento de segurança e de desenvolvimento social;
- e) Garantir a segurança e a sustentabilidade – incentivar a ação proativa no controle e mitigação dos riscos e o monitoramento das ameaças e oportunidades, a realização de investimentos legais e socialmente responsáveis, compatibilizando-os com as políticas de desenvolvimento social e econômico-financeiro do País, com vistas à segurança econômico-financeira da entidade, dos planos e do seu equilíbrio.

Ainda no seu papel de fomento, em maio de 2021, a Secretaria de Previdência e Trabalho do então Ministério da Economia lançou um guia prático denominado “A Economia Comportamental a favor da Previdência Privada”, com o objetivo de disseminar os principais conceitos das ciências comportamentais e incentivar a adoção de soluções inspiradas nas melhores práticas internacionais. O Guia ajuda os Fundos

---

<sup>16</sup> Segundo o Regimento Interno da Secretaria da Previdência, aprovado pela Portaria nº 359/2018, do Ministério da Fazenda, atualmente compete à Subsecretaria do Regime de Previdência Complementar assistir o Secretário de Previdência na formulação e no acompanhamento das políticas e das diretrizes do Regime de Previdência Complementar operado pelas EFPCs, e também acompanhar e avaliar os efeitos das políticas públicas e diretrizes governamentais relativas ao Regime de Previdência Complementar (art. 69, incisos I e II).



a terem uma comunicação mais simples e centrada nos participantes e incentiva os agentes que atuam no sistema a revisarem seus modelos atuais (SILVA, 2021b).

Verifica-se que as Políticas Públicas de Previdência Complementar e todo o seu arcabouço jurídico visam o fomento do sistema e a sua sustentabilidade, mediante a garantia de segurança econômico-financeira e atuarial dos planos de benefícios, de modo a garantir sua solvência e seu equilíbrio, e compatibilizando-o com as políticas previdenciária e de desenvolvimento social e econômico-financeiro.

Feita a análise inicial sobre as características do sistema de previdência complementar e o papel do Estado na sua regulação e fomento, no capítulo seguinte analisaremos a legislação vigente sobre os investimentos das EFPC e como essas Entidades investem seus recursos considerando os diversos segmentos de aplicação, de modo a analisar sua participação no desenvolvimento econômico.

## **CAPÍTULO 2**

### **INVESTIMENTOS DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR**

#### **2.1 Regulação dos investimentos dos Fundos de Pensão**

O sistema de previdência complementar fechada opera no regime de capitalização – os participantes e os patrocinadores contribuem para a formação de reserva suficiente para o pagamento dos benefícios contratados.

Esses recursos administrados pela EFPC precisam ser adequadamente rentabilizados, para que a Entidade possa pagar os benefícios previstos nos regulamentos dos seus planos. São recursos de terceiros com finalidade social – pagamento de benefícios previdenciários. Logo, devem ser geridos com prudência e responsabilidade, cabendo ao administrador da Entidade investir com segurança.

O administrador possui dever de fidúcia e de diligência. O dever de fidúcia pressupõe uma relação entre partes em que uma delas entrega a outra bens e recursos na confiança de que estes serão administrados com o mesmo zelo e cuidado que seriam dispendidos pelos próprios. Já o dever de diligência abrange como um indivíduo entende, gere e se comunica sobre o risco.

Em razão dessa finalidade social, os Fundos de Pensão, apesar de serem pessoas jurídicas de direito privado gestoras de recursos de terceiros também privados, sofrem disciplina pelo Estado, pois estamos tratando de poupança previdenciária fruto de esforços de pessoas físicas (empregados) e jurídicas (patrocinadores) de grande vulto. Por isso é importante a atuação do Estado disciplinando, coordenando e supervisionando as atividades das EFPC.

Por essa razão, a LC 109/01, no seu artigo 3º, estabeleceu que o Estado deve proteger os interesses dos participantes e compatibilizar as atividades das EFPC com as políticas previdenciária e de desenvolvimento social e econômico, além de determinar padrões mínimos de segurança econômico-financeira e atuarial, de modo

a preservar a liquidez, a solvência e o equilíbrio dos planos de benefícios.

Segundo Santos (2015, p. 13), “a ação do Estado na regulamentação dos fundos de pensão terá como objetivo disciplinar e supervisionar as suas atividades, equilibrando a questão social ao desenvolvimento econômico.”

Quando a lei fala em segurança, significa que o administrador deve identificar e utilizar critérios de mensuração de riscos dos investimentos, inclusive os riscos de mercado, de liquidez e de crédito.

Além da segurança, o administrador deve buscar a rentabilidade dos investimentos, ou seja, deve observar a meta de rentabilidade anual estipulada pelo Governo, chamada de meta atuarial<sup>17</sup> ou índices de referência, que corresponde à “[...] taxa anual de capitalização mínima para que os investimentos do fundo previdenciário apresentem resultados que permitam a cobertura do passivo atuarial” (FERREIRA; MAFFILI, 2006, p. 1). Passivo atuarial corresponde aos benefícios futuros dos participantes trazidos a valor presente, ou seja, o compromisso do plano de benefícios. Quando os ativos em carteira são superiores ao passivo, temos superávit. Se forem insuficientes para cobertura do passivo atuarial, há déficit.

Por isso a preocupação dos administradores no cumprimento da meta atuarial e dos índices de referência, pois os riscos atuariais aos quais os Fundos estão expostos envolvem a formulação de premissas atuariais equivocadas relativos à taxa de mortalidade e a ocorrência de retornos sobre os investimentos menores do que o previsto.

Os requisitos básicos estabelecidos pelo CMN para a aplicação dos recursos de cada plano são assim resumidos por Denise Maidanchen (2008, p. 86-87):

**Segurança:** zelo ao aplicar os recursos, seja no mercado financeiro ou de capitais, seja em qualquer outro ativo; tal requisito está intrinsecamente ligado ao gerenciamento dos riscos;

**Rentabilidade:** remuneração e otimização dos ativos garantidores do plano de benefícios, em sintonia com a taxa de juro atuarial e o índice de correção

---

<sup>17</sup> Nos planos de benefício definido, os investimentos devem alcançar a meta atuarial, que consiste em um patamar compatível com o índice de inflação e a taxa de juros adotada pelo plano (inflação do período e rentabilidade real). A taxa atuarial média do sistema é de 4,34%, segundo a Previc (BRASIL, 2021b).

adotado pelo plano de benefícios, identificando a melhor relação de risco e retorno de cada ativo;

**Solvência:** capacidade de honrar as obrigações do plano de benefícios, ou seja, os ativos do plano de benefícios devem ser aplicados de tal modo que garantam os compromissos assumidos;

**Liquidez:** capacidade de converter ativo em dinheiro, de acordo com o vencimento das obrigações atuariais, sem comprometer a rentabilidade; **Transparência:** trata-se de um requisito novo, trazido pela Resolução CMN

n. 3.456 como forma de incentivar o compartilhamento de informações com os participantes, patrocinadores, instituidores e órgão de supervisão. Tal item será comentado adiante (grifos da autora).

A EFPC também precisa mensurar a parcela dos recursos que pode ser investida a longo prazo (obtendo maiores ganhos) e a que deve ser investida em ativos com liquidez (para cobrir obrigações de curto prazo, como o pagamento de benefícios já concedidos e de despesas administrativas).

Quando tratamos dos investimentos das reservas dos Fundos, temos que nos lembrar que as EFPC podem interferir na política econômica do país. Segundo Paixão, Pinheiro e Chedeak (2005, p.37),

[os fundos de pensão são] capazes de interferir na condução da política econômica do País, dada a sua capacidade de impulsionar ou retrain atividades econômicas específicas, pelo aumento ou retração dos investimentos que fazem em determinados setores da economia.

Desde a publicação da primeira lei regulamentando o sistema – a lei nº 6435/77 – o CMN sempre foi o órgão responsável pela fixação das diretrizes de aplicação dos recursos dos planos de benefícios administrados pelas EFPC. Atualmente, a competência do CMN para estabelecer as diretrizes para aplicação das reservas dos Fundos de Pensão está prevista no artigo 9º, §1º da LC 109/01.

Como já mencionado no capítulo anterior, a regulamentação da previdência complementar no final da década de 1970 fazia parte do projeto do Governo de desenvolver o mercado de capitais. Em 1976, havia sido promulgada a nova lei das sociedades por ações, a Lei nº 6404/76.

Assim, com esse objetivo, durante o período entre 1978 e 1994, o CMN estabeleceu limites mínimos e máximos por seguimento de aplicação. A primeira norma a ser expedida pelo CMN com a finalidade de regulamentar os investimentos

das EFPC foi a Resolução CMN nº 460/1978<sup>18</sup>. Nesse período os Fundos estavam sujeitos a aplicações compulsórias.

A partir de 1994, as normas expedidas pelo CMN passaram a prever somente os limites quantitativos máximos, considerando segmentos de aplicação e emissores. Posteriormente, a LC nº 109/01 vedou expressamente o estabelecimento de aplicações compulsórias ou limites mínimos de aplicação (art. 9º, §1º). Segundo Santos (2015), os limites por segmento de aplicação visam limitar o risco de mercado decorrente do investimento em apenas um setor da economia ou em uma categoria de ativos.

Desde a Resolução CMN nº 2829, de 06/04/2001, o CMN passou a exigir a definição e elaboração anual pela EFPC da política de investimentos, devendo ser diferenciada para as diversas modalidades de plano de benefícios. Atualmente, a política de investimentos deve ser elaborada pela diretoria executiva e aprovada pelo conselho deliberativo da EFPC antes do início do exercício, e deve adotar um horizonte de no mínimo sessenta meses, com revisões anuais, para o planejamento da política de investimentos.

A política de investimentos define os parâmetros e os limites de alocação dos investimentos dos planos nos diversos segmentos de ativos e, por essa razão, constitui um dos principais documentos para o processo de investimento, pois registra as diretrizes a serem observadas pelos participantes do processo decisório. A política também deve veicular a taxa mínima atuarial ou os índices de referência (objetivos a serem alcançados em cada segmento de aplicação).

---

<sup>18</sup> Vê-se claramente, pelo texto da Resolução, que as EFPC seriam, nesse momento, instrumento para o desenvolvimento do mercado de capitais. Confira-se o limite para renda variável previsto na norma:

“IV - No caso das entidades de previdência privada fechadas, as reservas técnicas não comprometidas constituídas na forma do item I serão empregadas da seguinte forma:

[...]

c) 20% (vinte por cento), no mínimo, e 40% (quarenta por cento), no máximo, em ações e debêntures, de emissão de companhias abertas, ou em quotas de fundos de investimento; sempre que houver aplicações em ações e debêntures, pelo menos 75% (setenta e cinco por cento) deverão estar representadas por títulos de emissão de companhias abertas controladas por capitais privados nacionais;”

A Resolução CMN nº 4994/2022 é a norma vigente<sup>19</sup> que estabelece diretrizes, princípios e regras a serem observados pelos Fundos de Pensão nos seus investimentos, tais como segurança, rentabilidade, solvência, liquidez, controles internos, monitoramento de riscos etc., visando à constituição de uma poupança estável de longo prazo que assegure o pagamento de benefícios aos participantes e assistidos do plano de benefícios.

É complementada pela Instrução Normativa Previc nº 35/2020, que dispõe sobre a operacionalização de procedimentos previstos na Resolução CMN nº 4994/2022 e sobre a forma de cumprimento das obrigações em matéria de investimentos junto à Previc. A norma detalha sobre a política de investimentos e destaca que o documento deve conter as diretrizes para observância de princípios de responsabilidade ambiental, social e de governança, preferencialmente, de forma diferenciada por setores da atividade econômica.

A Resolução CMN nº 4994/2022 traz a previsão de que a aplicação dos recursos deve observar a modalidade do plano de benefícios, suas especificidades, as necessidades de liquidez e os fluxos de pagamentos dos ativos, e prevê os seguintes seguimentos de aplicação: renda fixa, renda variável, estruturado, imobiliário, operações com participantes, e exterior. A norma estabelece limites de concentração em cada segmento, que podem ser assim resumidos:

**Tabela 6:** Limites de concentração por investimento.

<b>Modalidade de investimento</b>	<b>Limite aplicável</b>
<b>Renda Fixa</b>	<b>100%</b>
Títulos públicos federais	100%
Títulos ou cotas de fundos de renda fixa	80%
Outros títulos de renda fixa	20%
<b>Renda variável</b>	<b>70%</b>
Ações negociadas em segmento especial da Bolsa	70%
Ações negociadas em Bolsa	50%
<i>Brazilian Depository Receipts</i> (BDR) nível II e III	10%
Certificado representativo de ouro (Bolsa)	3%

<sup>19</sup> Essa Resolução entra em vigor em 2 de maio de 2022, revogando a Resolução nº 4661/2018.



<b>Investimentos estruturados</b>	<b>20%</b>
FIP, FIM, FICFIM	15%
Certificado de operações estruturadas (COE)	10%
<b>Segmento imobiliário</b>	<b>20%</b>
<b>Operações com participantes</b>	<b>15%</b>
<b>Investimentos no exterior</b>	<b>10%</b>

**Fonte:** Resolução CMN nº 4994/2022, elaborado pela autora.

Quanto ao segmento de renda fixa, o limite total para investimento é de 100% dos recursos do plano, observados o seguinte:

- (a) até 100% (cem por cento) em títulos da dívida pública mobiliária federal interna ou em cotas de Fundo de Índice de Renda Fixa composto exclusivamente por títulos da dívida pública mobiliária federal interna;
- (b) até 80% (oitenta por cento) em ativos financeiros de renda fixa de emissão com obrigação ou coobrigação de instituições financeiras, em ativos financeiros de renda fixa de emissão de sociedade por ações de capital aberto ou em cotas de Fundo de Índice de Renda Fixa, nos termos da regulamentação estabelecida pela Comissão de Valores Mobiliários;
- (c) até 20% (vinte por cento) em títulos das dívidas públicas mobiliárias estaduais e municipais<sup>20</sup>, em obrigações de organismos multilaterais emitidas no País, em ativos financeiros de renda fixa de emissão, com obrigação ou coobrigação, de instituições financeiras não bancárias e de cooperativas de crédito, autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, em debêntures emitidas por sociedade por ações de capital fechado<sup>21</sup>, em cotas de classe de fundo de investimento em direitos creditórios (FIDC) e cotas de fundo de investimento em cotas de fundo de investimento em direitos creditórios (FICFIDC), cédulas de crédito bancário (CCB), certificados de cédulas de crédito bancário (CCCB), e em cédulas de produto rural (CPR), certificados

<sup>20</sup> Desde que emitidos antes da vigência da Lei Complementar nº 148, de 25 de novembro de 2014.

<sup>21</sup> Nos termos do art. 2º da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011.

de direitos creditórios do agronegócio (CDCA), certificados de recebíveis do agronegócio (CRA) e *warrant* agropecuário (WA)<sup>22</sup>.

Com relação ao segmento de renda variável, a Resolução impõe o limite de até 70% dos recursos de cada plano, dentro dos seguintes limites de investimento:

- (a) até 70% (setenta por cento) em ações, bônus de subscrição em ações, recibos de subscrição em ações, certificados de depósito de valores mobiliários e em cotas de fundos de índice referenciados em ações de emissão de sociedade por ações de capital aberto cujas ações sejam admitidas à negociação em segmento especial, instituído em bolsa de valores, que assegure, por meio de vínculo contratual entre a bolsa e o emissor, práticas diferenciadas de governança;
- (b) até 50% (cinquenta por cento) em ações, bônus de subscrição em ações, recibos de subscrição em ações, certificados de depósito de valores mobiliários e em cotas de fundos de índice referenciados em ações de emissão de sociedades por ações de capital aberto cujas ações sejam admitidas à negociação em bolsa de valores e que não estejam em segmento especial;
- (c) até 10% (dez por cento) em *Brazilian Depositary Receipts* (BDR) classificados como nível II e III, em BDR lastreado em fundo de índice, e em cotas de fundo de índice do exterior admitido à negociação em bolsa de valores do Brasil, observada a regulamentação estabelecida pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM);
- (d) até 3% (três por cento) dos recursos de cada plano em certificados representativos de ouro físico no padrão negociado em bolsa de mercadorias e de futuros.

---

<sup>22</sup> O conjunto dos ativos listados nos itens “b” e “c” deve respeitar o limite de até 80% (oitenta por cento) dos recursos de cada plano.

Referente ao segmento estruturado, o limite total de investimento de cada plano é de 20% dos recursos, observados:

- (a) até 15% (quinze por cento) em cotas de fundos de investimento em participações (FIP), em cotas de fundos de investimento classificados como multimercado (FIM), em cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento classificados como multimercado (FICFIM), e em cotas de fundos de investimento classificados como "Ações - Mercado de Acesso", observada a regulamentação estabelecida pela CVM;
- (b) até 10% (dez por cento) dos recursos do plano em certificados de operações estruturadas (COE).

Quanto a segmento imobiliário, o limite de investimentos em relação a cada plano é de 20% no conjunto de:

- (a) cotas de fundos de investimento imobiliário (FII) e cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento imobiliário (FICFII);
- (b) certificados de recebíveis imobiliários (CRI); e
- (c) cédulas de crédito imobiliário (CCI).

A partir da Resolução nº 4661/2018 houve grande alteração no regimento desse setor, pois passou a vedar, pela primeira vez, o investimento direto em imóveis. O objetivo do CMN seria evitar fraudes envolvendo a posse de imóveis ilegais, associados a esquema de corrupção ou superfaturados, bem como garantir a liquidez das carteiras através da diversificação e investimento imobiliário. No entanto, não houve participação dos principais interessados no processo de formulação dessa política – os Fundos de Pensão com as maiores carteiras imobiliárias.

A Resolução estabeleceu o prazo de 12 anos da sua entrada em vigor (29/05/2018) para as EFPC alienarem seus imóveis ou constituírem fundos de

investimento imobiliário (FII), criando um grande problema para as EFPC que possuem esse tipo de investimento, previsão mantida na Resolução CMN 4994/2022.

Mesmo a transferência dos imóveis para um FII, solução mais plausível, envolve custos altos de gestão do veículo financeiro, além dos elevados custos tributários e de estruturação. Administradores das Entidades afirmam que não haveria a necessidade da delegação da carteira a terceiros, pois normalmente quem investe diretamente em imóveis são as Entidades maiores, que possuem conhecimento e equipe capacitada para investir em imóveis lucrativos. Ademais, as EFPC realizam seus investimentos considerando a temporalidade dos seus compromissos (longo prazo), o que pode gerar conflitos com as instituições financeiras, cujo horizonte de investimento usualmente é de curto prazo.

Relativamente ao segmento operações com participantes, cada plano de benefícios pode investir até 15% (quinze por cento) dos seus recursos em empréstimos pessoais e financiamentos imobiliários aos participantes e assistidos.

Por fim, quanto ao segmento exterior, cada plano pode investir até 10% (dez por cento) dos seus recursos nos seguintes ativos:

- (a) cotas de fundos de investimento e cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento classificados como "Renda Fixa - Dívida Externa" ou títulos da dívida pública mobiliária federal externa;
- (b) cotas de fundos de investimento constituídos no Brasil sob a forma de condomínio aberto com o sufixo "Investimento no Exterior", nos termos da regulamentação estabelecida pela CVM, que invistam, no mínimo, 67% do seu patrimônio líquido em cotas de fundos de investimento constituídos no exterior;
- (c) cotas de fundos de investimento constituídos no Brasil sob a forma de condomínio aberto com o sufixo "Investimento no Exterior", nos termos da regulamentação estabelecida pela Comissão de Valores Mobiliários;
- (d) *Brazilian Depositary Receipts* (BDR) classificado como nível I e cotas dos fundos da classe "Ações - BDR Nível I", nos termos da regulamentação estabelecida pela CVM;

(e) ativos financeiros no exterior pertencentes às carteiras dos fundos constituídos no Brasil, nos termos da regulamentação estabelecida pela CVM, que não estejam previstos nos incisos anteriores.

Além dos limites por segmento de aplicação, a norma também prevê limites de alocação e concentração por emissor para o investimento de cada plano nos artigos 27 e 28. Os limites por emissor visam diminuir o risco de crédito nos investimentos, evitando que as Entidades concentrem percentuais elevados dos seus recursos em apenas algumas empresas. Por essa razão o Tesouro Nacional é o único emissor permitido pela Resolução para concentração de até 100% dos recursos do plano. Com relação aos demais emissores, os limites variam de 10 a 25% dos recursos de cada plano de benefícios<sup>23</sup>.

Verifica-se que a Resolução permite uma grande diversificação na carteira de investimentos dos planos de benefícios, prevendo uma série de opções para o administrador da EFPC. No item 2.3 veremos que a diversificação prescrita pela Resolução não é o que ocorre no sistema, prevalecendo um comportamento conservador quando se trata de investimento dos recursos garantidores de cada plano de benefícios.

---

<sup>23</sup> Art. 27. A EFPC deve observar, em relação aos recursos de cada plano por ela administrado, os seguintes limites de alocação por emissor:

- I - até 100% (cem por cento) se o emissor for o Tesouro Nacional;
- II - até 20% (vinte por cento) em instituição financeira bancária autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil; e
- III - até 10% (dez por cento) nos demais emissores. [...]

Art. 28. A EFPC deve observar, considerada a soma dos recursos por ela administrados, o limite de concentração por emissor:

- I - até 25% (vinte e cinco por cento) do patrimônio líquido de:
  - a) instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil;
  - b) FIDC ou FICFIDC;
  - c) fundo de índice de renda fixa e fundo de índice referenciado em ações de emissão de sociedade por ações de capital aberto, incluindo o fundo de índice do exterior admitido à negociação em bolsa de valores do Brasil;
  - d) fundo de investimento ou fundo de investimento em cotas de fundo de investimento classificado no segmento estruturado;
  - e) FII e FICFII;
  - f) fundos de investimento constituídos no Brasil de que tratam os incisos III e V do caput do art. 26; II - até 25% (vinte e cinco por cento) do patrimônio separado constituído nas emissões de certificado de recebíveis com a adoção de regime fiduciário; e
- III - 15% (quinze por cento) do patrimônio líquido:
  - a) do fundo de investimento constituído no exterior de que trata o inciso II do art. 26; e
  - b) do emissor listado na alínea "d" do inciso III do art. 21. [...]

Importa mencionar ainda que a Previc (BRASIL, 2019) publicou o Guia Previc de Melhores Práticas em Investimentos na Previdência Complementar Fechada, com o objetivo de orientar os dirigentes, participantes, assistidos, patrocinadores, instituidores e prestadores de serviço quanto ao dia a dia da gestão dos investimentos. No §9, o Guia resume os deveres da EFPC (BRASIL, 2019, p. 7):

9 Em síntese, observar os princípios de governança, com controles internos eficientes e gestão de risco eficaz, além de buscar transparência ativa; exercer suas atividades com boa-fé, lealdade e diligência; zelar por elevados padrões éticos e adotar práticas que garantam o cumprimento do dever fiduciário em relação aos participantes dos planos de benefício são o foco da supervisão no contexto de investimentos.

Dentre as previsões do Guia, destacamos a necessidade de a EFPC realizar estudos prévios ao investimento – deve haver uma avaliação conjuntural, passando por cenários de médio e longo prazos, estudos de administração de ativos e passivos para planos BD e estruturas que permitam compor maior rentabilidade para os planos CD.

Segundo o Guia, a política de investimento necessita contemplar o passivo atuarial no caso de plano BD e, portanto, utilizar-se de ferramentas como o estudo de gerenciamento de ativos e passivos, e no caso de plano CD, devem ser elaborados e utilizados estudos que permitam identificar investimentos que melhor se adequem às necessidades de participantes e assistidos.

O Guia também detalha os requisitos da política de investimentos previstos na Instrução Normativa Previc nº 35/2020 (BRASIL, 2019, p.11):

43 A política de investimentos deve:

- a) Explicitar os principais riscos inerentes aos investimentos constantes da política de investimentos e inserir os respectivos limites e tolerância, estabelecendo políticas de prevenção e contingenciamento compatíveis com sua estrutura e cenários existentes, de modo a servir de referência para ações de monitoramento.
- b) explicitar os limites de concentração por emissor e estabelecer critérios objetivos e claros para os processos de aplicação e resgate de ativos, bem como estabelecer limites por contraparte.
- c) considerar os limites de alocação, as diretrizes para o risco de mercado dos ativos da carteira e os segmentos de aplicação dos recursos garantidores dos planos de benefícios.
- d) definir a alocação dos recursos de forma que o fluxo de ativos esteja casado com o fluxo das obrigações, implementando mecanismos para mitigação do risco de descasamento. Ou seja, as características de liquidez

e fluxo de pagamento dos ativos devem ser compatíveis com as respectivas obrigações atuariais.

e) Definir limite máximo e mínimo planejados para cada um dos segmentos e modalidades de investimentos na vigência da política de investimento, os quais devem ser representativos da estratégia de alocação de cada plano. Assim, não se esperam bandas muito largas para cada um dos investimentos, pois demonstram baixa confiabilidade nas ferramentas de planejamento dos investimentos de longo prazo.

Vê-se, portanto, forte atuação do órgão regulador e fiscalizador no que se refere aos investimentos das EFPC.

## **2.2 Controles internos, governança e gestão de riscos**

Como mencionado, o papel social desempenhado pelos Fundos de Pensão demanda uma administração pautada pelos princípios da segurança, rentabilidade, solvência, liquidez, adequação à natureza de suas obrigações e transparência, conforme estabelece o artigo 4º da Resolução CMN nº 4994/2022.

A Entidade deve adotar princípios, regras e práticas de governança, gestão e controles internos adequados ao seu porte, complexidade e riscos inerentes aos planos de benefícios por elas operados, de modo a assegurar o pleno cumprimento de seus objetivos, nos termos do artigo 1º da Resolução MPS/CGPC nº 13/2004<sup>24</sup>.

A LC nº 109/01 estabelece no seu artigo 35 a estrutura mínima da EFPC, que deve ser composta por conselho deliberativo, conselho fiscal e diretoria executiva. No caso das EFPC sujeitas à LC nº 108/01 (que possuem patrocinadores públicos), há uma previsão mais detalhada sobre a composição e competência desses órgãos, cabendo destaque à previsão da paridade na composição do conselho deliberativo e do conselho fiscal – tais órgãos devem ser compostos por representantes dos patrocinadores e dos participantes, de forma paritária, sendo que o conselho deliberativo é a instância máxima da EFPC, responsável pela definição das políticas e estratégias, como por exemplo, a política de investimentos e as premissas atuariais.

---

<sup>24</sup> Estabelece princípios, regras e práticas de governança, gestão e controles internos a serem observados pelas entidades fechadas de previdência complementar - EFPC.

A governança é ferramenta de organização essencial para a Entidade manter a solidez e o equilíbrio dos planos administrados, eis que objetiva dar maior transparência à gestão, contribuindo para melhor organização das atribuições de cada órgão. A governança bem estruturada e manejada por pessoas tecnicamente capacitadas permite discussões sobre a viabilidade de ativos, fornecendo subsídios para que os dirigentes das Entidades possam tomar decisões sobre os investimentos (SANTOS; MENINI, [20--]). A estrutura organizacional deve ser estabelecida no Estatuto da Entidade, bem como suas atribuições.

A Previc (BRASIL, 2012) publicou o Guia Previc de Melhores Práticas de Governança para Entidades Fechadas de Previdência Complementar com o objetivo de “difundir conhecimentos aplicáveis e úteis para contribuir com a consecução dos objetivos estatutários das EFPC e com a gestão eficiente do patrimônio dos participantes”<sup>25</sup>; trazendo no seu §39<sup>26</sup> os princípios das boas práticas de governança.

No Guia Previc de Melhores Práticas em Investimentos na Previdência Complementar Fechada (BRASIL, 2019) também há orientação para as EFPC adotarem princípios, regras e práticas de governança, bem como controles internos adequados ao seu porte.

Esse Guia também prevê que os diretores e os conselheiros devem administrar, monitorar e fiscalizar as atividades do Fundo e as operações de seus planos com visão estratégica compatível com o prazo de duração de cada plano; que os diretores e conselheiros têm o dever de zelar pelo patrimônio dos planos de benefício e devem monitorar os investimentos realizados; e que os agentes devem

---

<sup>25</sup> No seu §14, o Guia dispõe que, além da estrutura mínima prevista na legislação – Conselho Deliberativo, Conselho Fiscal e Diretoria – é desejável que o Fundo constitua instâncias de assessoramento, tais como comitês consultivos de investimentos, de riscos, observados o porte, a complexidade e o número de plano de benefícios e patrocinadores da EFPC.

<sup>26</sup> §39. Os seguintes princípios das boas práticas de governança devem ser observados:  
**Transparência:** a Diretoria Executiva deve disponibilizar informações que sejam de interesse dos participantes, assistidos e dos patrocinadores, principalmente as relacionadas aos processos de escolha de serviços de terceiros, gestão de riscos e outras que permitam aferir o grau de participação dos membros dos Conselhos Deliberativo e Fiscal no monitoramento da EFPC;  
**Prestação de Contas:** os dirigentes da EFPC devem prestar contas formalmente sobre sua atuação, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões;  
**Responsabilidade Corporativa:** os dirigentes das EFPC devem incorporar em suas decisões considerações de ordem socioambiental na definição dos negócios e operações. (grifo no original).

buscar eficiente participação nas diversas etapas do processo de investimento, dentro de suas respectivas competências, buscando sempre a melhor decisão de investimento para o participante.

Cabe destacar que a Resolução CMN nº 4994/2022 também se preocupa com a governança das empresas investidas e incentiva investimentos em companhias que apresentem boas práticas, prevendo um limite maior de investimento do plano de benefícios em títulos de renda variável de emissão de companhias abertas que adotam práticas diferenciadas de governança corporativa<sup>27</sup>.

Os administradores também devem gerir os riscos envolvidos na atividade da EFPC. A Resolução MPS/CGPC nº 13/2004 prevê que todos os riscos que possam comprometer a realização dos objetivos das EFPC devem ser continuamente identificados, avaliados, controlados e monitorados (art. 12), e os sistemas de controles internos devem ser continuamente reavaliados e aprimorados pela Entidade, com procedimentos apropriados para os riscos mais relevantes identificados nos processos de seus diferentes departamentos ou áreas (art. 13).

A Gestão de Riscos é o meio pelo qual a incerteza e os fatores de riscos encontrados no Fundo de Pensão e em seus planos são mapeados e gerenciados, aumentando a probabilidade de sucesso e buscando a extinção, redução ou transferência de alguns fatores de risco que possam impedir o atendimento dos objetivos.

O Guia Previc de Melhores Práticas de Governança para Entidades Fechadas de Previdência Complementar (BRASIL, 2012) também dispõe sobre a gestão de riscos nos seus parágrafos 70 e 71<sup>28</sup>.

---

<sup>27</sup> O art. 22 prevê o limite de até 70% dos recursos de cada plano para investimento em títulos de renda variável de emissão de companhias abertas que sejam admitidas à negociação em segmento especial da Bolsa, que assegure práticas diferenciadas de governança. Nos demais casos, o limite é de até 50% dos recursos de cada plano.

<sup>28</sup> (p. 17-18):

70 Um bom processo de gerenciamento de riscos deve identificar e considerar fatores internos, como, por exemplo, a complexidade da estrutura organizacional e dos planos administrados, a qualificação técnica do seu quadro de pessoal e mudanças na estrutura da organização, bem como fatores externos, como, por exemplo, questões econômico-financeiras e avanços tecnológicos, que podem afetar de modo adverso o alcance dos objetivos da EFPC.

Cumpra registrar que em 2009 o então CGPC já havia editado a Recomendação nº 2, dispondo sobre a adoção da Supervisão Baseada em Risco (SRB) pelo órgão fiscalizador como metodologia para a fiscalização das EFPC. O artigo 2º da Recomendação dispõe que a SRB é metodologia que compreende, dentre outros, “a identificação, a avaliação, o controle e o monitoramento da exposição a riscos que possa comprometer a realização dos objetivos da entidade fechada de previdência complementar e de cada plano de benefícios por ela administrado.”

Segundo Pagliarini (2012), a gestão de risco tem como fundamentos, dentre outros, a redução de surpresas na gestão, o aproveitamento de oportunidades para os negócios, a economia e eficiência, melhora na estratégia de planejamento, desempenho, eficácia e nas relações com as partes do contrato, proteção ao ato regular de gestão, qualidade nas informações utilizadas para tomada de decisões, demonstração de responsabilidade e boas práticas de governança.

Sabemos que todos os investimentos oferecem um grau de risco, maiores retornos trazem maiores riscos e as EFPC precisam investir seus recursos analisando todos os riscos envolvidos no investimento. O nível de exposição a risco deve ser analisado por técnicos especializados, tendo em mente que parcela dos recursos pode ser investida em longo prazo (e, conseqüentemente, pode assumir mais risco), e parcela necessita ter maior liquidez, pois são recursos que estão comprometidos com pagamentos que serão realizados em curto prazo (e, por isso, assumem menos risco).

---

71 As Entidades devem constantemente monitorar os ambientes regulatório, econômico, financeiro e social, e, ao identificar eventuais tendências de desvio, corrigir imediatamente a trajetória, utilizando, dentre outras, as seguintes medidas:

- Adequação da estrutura organizacional (capacitação técnico-gerencial e tecnológica);
- Formulação da política de gestão de riscos (alinhamento com a política de investimentos, definição de procedimentos internos, monitoramento e controles, registrados em códigos, regimentos e manuais);
- Implementação de metodologias de análise e quantificação de risco (precificação e gestão de ativos e passivos - ALM);
- Implementação de instância interna de conformidade (adequação das análises e do processo decisório aos requisitos constantes nos regulamentos internos e às exigências da regulação aplicável à EFPC);
- Implementação de sistemas de informação e comunicação; e
- Elaboração e implementação de um código de conduta e ética.

A Resolução CMN nº 4994/2022 prevê que o Fundo deverá designar administrador ou comitê responsável pela gestão de riscos, considerando o seu porte e complexidade, conforme regulamentação da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (art. 9º)<sup>29</sup>.

A EFPC deve elaborar sua Matriz de Risco, que segundo Angoti ([201?], p. 8)

Uma Matriz de Risco deve ser o resultado da ponderação entre a probabilidade de ocorrência do risco e sua consequência. Um programa de controle deve representar os critérios e objetivos de avaliação das áreas internas das EFPC, monitorando continuamente seus principais resultados, suas atividades e respectivos riscos.

Vê-se claramente que o Estado objetiva proteger os recursos dos planos de benefícios que garantem a renda futura de milhares de pessoas, por meio da regulação, fiscalização e melhoria das gestões internas.

### **2.3 Como os Fundos de Pensão investem seus recursos considerando os segmentos de aplicação**

Feita a análise da legislação sobre os investimentos dos Fundos de Pensão, importa verificar como os recursos são efetivamente aplicados considerando os segmentos de aplicação.

Ao longo dos anos, as carteiras das EFPC têm apresentado boa rentabilidade, conforme dados da Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (Abrapp):

---

<sup>29</sup> O art. 10 da Resolução também dispõe que, na administração da carteira própria, a Entidade deve identificar, analisar, avaliar, controlar e monitorar os riscos de crédito, de mercado, de liquidez, operacional, legal, sistêmico e outros inerentes a cada operação, deverá realizar análise prévia dos riscos dos investimentos, e considerar na análise de riscos, sempre que possível, os aspectos relacionados à sustentabilidade econômica, ambiental, social e de governança dos investimentos. A Entidade também deverá avaliar, monitorar e gerenciar o risco e o retorno esperado dos investimentos da carteira própria e dos investimentos administrados por terceiros.

**Tabela 7: Rentabilidade das EFPC de 2007 a 2021.**

RENTABILIDADE					
Período	CDI	IMA Geral	Ibovespa	TMA/TJP*	EFPC
2007	11,87%	12,63%	43,65%	11,47%	25,88%
2008	12,38%	12,69%	-41,22%	12,87%	-1,62%
2009	9,88%	12,90%	82,66%	10,36%	21,50%
2010	9,77%	12,98%	1,04%	12,85%	13,26%
2011	11,58%	13,65%	-18,11%	12,44%	9,80%
2012	8,40%	17,72%	7,40%	12,57%	15,37%
2013	8,06%	-1,42%	-15,50%	11,63%	3,28%
2014	10,82%	12,36%	-2,91%	12,07%	7,07%
2015	13,26%	9,32%	-13,31%	17,55%	5,22%
2016	14,01%	20,99%	38,94%	13,60%	14,56%
2017	9,93%	12,82%	26,86%	8,86%	11,36%
2018	6,42%	0,05%	15,03%	10,14%	12,30%
2019	5,96%	12,81%	31,58%	10,73%	14,24%
2020	2,76%	5,34%	2,92%	11,53%	11,13%
abr/21	0,21%	0,51%	1,94%	0,76%	1,69%
2021	0,69%	-0,81%	-0,10%	4,18%	4,12%
12 meses	2,13%	4,63%	47,68%	13,68%	22,12%
Acumulado	263,77%	364,33%	167,35%	411,19%	375,77%
Acumulado atualizado	9,43%	11,31%	7,10%	12,06%	11,50%

\* TJP- Taxa de Juros Padrão (INPC + taxa de juros parâmetro de 4,66% a.a. considerando 10 anos - de acordo com a Portaria PREVIC no 228 de 20/04/2021); (INPC + taxa de juros parâmetro de 5,75% a.a. considerando 10 anos - de acordo com a Portaria PREVIC no 292 de 08/04/2020); (INPC + taxa de juros parâmetro de 5,84% a.a. considerando 10 anos - de acordo com a Portaria PREVIC no 300 de 12/04/2019); (INPC + limite superior de 6,39% a.a. considerando 10 anos - de acordo com a Portaria PREVIC no 363 de 26/04/2018); (INPC + limite superior de 6,66% a.a. considerando 10 anos - de acordo com a Portaria PREVIC no 375 de 17/04/2017); (INPC + limite superior de 6,59% a.a. considerando 10 anos - de acordo com a Portaria PREVIC no 186 de 28/04/2016); (INPC + limite superior de 5,65% a.a. considerando 10 anos - de acordo com a IN no 19/2015 e Portaria PREVIC no 197 de 14/04/2015 até dez/2015); TMA - Taxa Máxima Atuarial (até dez/2014) - de acordo com as premissas previstas na Resolução CNPC no 9 de 29/11/2012.

**Fonte:** ABRAPP (2020).

Os recursos do sistema saltaram de R\$ 130 bilhões em 2000 para R\$ 1,01 trilhão em dezembro de 2020, o que representa um aumento de aproximadamente 128% no total dos recursos administrados pelos Fundos, considerando valores atualizados.

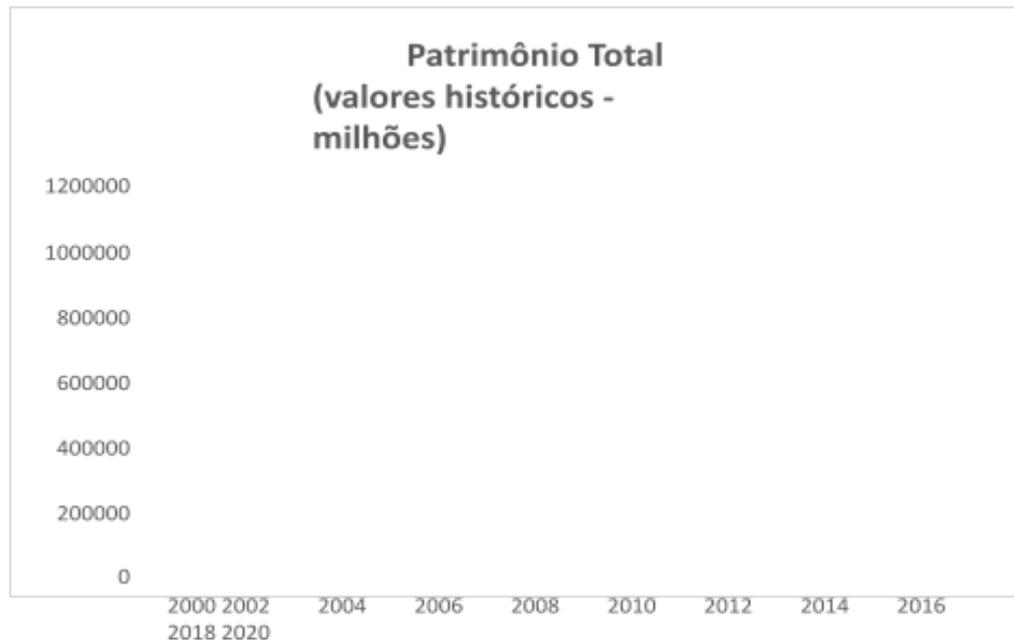
**Tabela 8: Evolução do patrimônio das EFPC.**

Ano	Patrimônio total histórico (milhões)	Valor presente*
2000	130.077	491.543
2002	168.498	517.900
2004	255.788	659.057
2006	352.196	838.219
2008	419.229	888.159
2010	538.417	1.032.245
2012	641.725	1.093.625
2014	672.091	1.020.186
2016	755.096	961.832
2018	865.191	1.043.904
2020	1.011.362	1.122.192

**Fonte:** ABRAPP (2007, 2020).

\*Atualizado pelo INPC até nov./2021

**Gráfico 11:** Evolução do patrimônio das EFPC.



Fonte: ABRAPP (2007, 2020).

Atualmente, os recursos do sistema estão assim investidos:

**Tabela 9:** Carteira consolidada por tipo de aplicação.

CARTEIRA CONSOLIDADA POR TIPO DE APLICAÇÃO		Setembro/21
Discriminação	Valor (milhões)	%
<b>Renda Fixa</b>	<b>769.918</b>	<b>74,6%</b>
Títulos públicos	162.297	15,7%
Créditos Privados e Depósitos	17.348	1,7%
Fundos de Investimentos - RF 1	590.272	57,2%
<b>Renda Variável</b>	<b>174.855</b>	<b>16,9%</b>
Ações	90.970	8,8%
Fundos de Investimentos - RV 2	83.885	8,1%
<b>Investimentos Estruturados</b>	<b>15.963</b>	<b>1,5%</b>
<b>Investimentos no Exterior</b>	<b>14.496</b>	<b>1,4%</b>
<b>Imóveis</b>	<b>31.708</b>	<b>3,1%</b>
<b>Operações com participantes</b>	<b>21.440</b>	<b>2,1%</b>
Empréstimos a Participantes	20.066	1,9%
Financiamento imobiliário	1.374	0,1%
<b>Outros</b>	<b>3.669</b>	<b>0,4%</b>
<b>Total</b>	<b>1.032.049</b>	<b>100,0%</b>

Notas: 1 Inclui Renda Fixa, ETF, Multimercado, Multimercado estruturado e FIDC; 2 Inclui Ações e Fama (Fundo de Investimento ações em mercado de acesso); 3 Outros, Empréstimos de cotas de fundos, Derivativos, Depósitos Judiciais/Recursais, Recursos a receber- Precatórios e Outros realizáveis.

Fonte: ABRAPP (2021a).

**Gráfico 12:** Carteira consolidada por tipo de aplicação – set./2021.



Fonte: ABRAPP (2021a).

Verifica-se que as aplicações em renda fixa representam 74,6% dos investimentos do sistema, sendo que os Fundos de Pensão são importantes financiadores da dívida pública nacional, eis que cerca de R\$ 162 bilhões (15,7% dos recursos) estão investidos em Títulos Públicos. Além desses títulos, o segmento investe 1,7% em créditos privados (debêntures, CDB, LCA etc.). Mas a maior fatia – mais da metade dos recursos do sistema – está investida nos fundos de investimento de renda fixa – 57,2% (inclui os fundos multimercado, multimercado estruturado e FIDC).

Apenas 16,9% estão investidos em renda variável, sendo 8,8% em ações de companhias e 8,1% em fundos de renda variável.

Em pesquisa no site da B3 (atual denominação da Bolsa de Valores Brasileira), verifica-se que as negociações no mês de julho de 2021 tiveram apenas 26,54% de participação dos investidores institucionais. O maior investidor da Bolsa é o investidor estrangeiro.

**Tabela 10:** Negociações na B3 em julho de 2021 por tipo de investidor.

Tipo de Investidores	Vista (mil)		Termo (mil)		Opções (mil)		Exercício de Opções (mil)		Total Geral (mil)	
	R\$	Part. %	R\$	Part. %	R\$	Part. %	R\$	Part. %	R\$	Part. %
Investidores Individuais	241.739.246	20,85	2.820.020	19,76	5.296.197	20,9	2.732.378	7,32	252.587.843	20,43
Clubes de Investimento	3.858.157	0,33	255.223	1,79	29.640	0,12	54.377	0,15	4.197.399	0,34
Investidores Institucionais	299.046.285	25,79	8.203.557	57,49	7.357.621	29,03	13.556.623	36,34	328.164.088	26,54
Investidores Estrangeiros	554.460.912	47,82	32.808	0,23	12.214.299	48,19	19.772.584	53,01	586.480.605	47,43
Empresas Públicas e Privadas	12.528.066	1,08	223.850	1,57	200.985	0,79	138.081	0,37	13.090.983	1,06
Instituições Financeiras	47.917.603	4,13	2.735.123	19,17	246.714	0,97	1.048.415	2,81	51.947.858	4,2
Outros	4.587	0	0	0	0	0	0	0	4.587	0

**Fonte:** B3 (2021).

Os 8,5% restantes dos recursos do sistema estão investidos nos chamados ativos alternativos e outros: 1,5% em investimentos estruturados, 3,1% em imóveis, 2,1% em operações com participantes e 1,4% em investimentos no exterior.

Os investimentos estruturados passaram a ser previstos como possibilidade de investimento para as EFPC apenas em 2009, com a finalidade de aumentar a participação dos Fundos em infraestrutura. No entanto, verifica-se que o percentual de participação das Entidades nesse segmento ainda é baixo.

Quanto ao segmento imobiliário, há poucos estudos sobre a atuação das EFPC nesse mercado. Em estudo realizado por Fix (2007), citado por Magnani, Sanfelici e Muniz Filho (2021), foi verificado que a entrada dos Fundos de Pensão estatais no setor como principais financiadores de empreendimentos imobiliários nas décadas de 1980 e 1990 foi impulsionado pela ausência de um sistema de crédito para edificações comerciais.

Foi constatado nesse estudo que os Fundos de Pensão preferem investir na aquisição de empreendimentos imobiliários com idade inferior a dez anos e, normalmente, adquirem uma participação que garanta quórum na tomada de decisão sobre assuntos condominiais. O investimento imobiliário é uma forma de obter

diversificação na carteira de investimentos e alternativa para os Fundos em um cenário de juros baixos.

A alteração trazida pela Resolução nº 4661/2018, que passou a vedar o investimento direto em imóveis, gerou um grande problema para os Fundos, pois cerca de 94% do total da sua carteira imobiliária está investido em imóveis, totalizando cerca de R\$ 30 bilhões, segundo informações da Abrapp, conforme já demonstrado.

Magnani, Sanfelici e Muniz Filho (2021) analisaram a carteira de investimento imobiliário dos 10 maiores fundos de pensão nos anos de 2017, 2018 e 2019, por concentrarem mais da metade do total investido pelo setor. Foram analisados os canais diretos (investimento diretamente no imóvel) e os canais indiretos (CRI, CCI e FII) e foi constatada a seguinte composição:

**Tabela 11:** Investimentos realizados por meio dos canais direto e indireto (2017-2019).

	2017				2018				2019			
	Valor dos imóveis (BRL bilhões)	%	Total de imóveis	%	Valor dos imóveis (BRL bilhões)	%	Total de imóveis	%	Valor dos imóveis (BRL bilhões)	%	Total de imóveis	%
Canal direto	23,1	89	323	77	23,8	92	303	76	23,9	77	285	68
Canal indireto	2,8	11	94	23	2,2	8	94	24	7,0	23	136	32
Total Geral	25,9	100	417	100	26,0	100	397	100	30,9	100	421	100

**Fonte:** MAGNANI; SANFELICI; MUNIZ FILHO (2021, p. 15).

O estudo também constatou que a maior parte dos empreendimentos está localizada na região sudeste, nos estados de São Paulo e Rio de Janeiro, e os investimentos via canal direto concentram-se nos setores de shopping center e escritório.

Em setembro/2021, o setor possuía R\$ 31,7 bilhões investidos no segmento imobiliário, equivalente a 3,1% do total de recursos. Verifica-se, portanto, que há espaço para crescimento nesse segmento de investimento, que pode ser uma alternativa para a diversificação da carteira dos fundos.

Como ressaltado pelos autores, as EFPC possuem o importante papel de agentes financeiros responsáveis pelo financiamento urbano, de agente de produção e consumidores finais de produtos urbanos (MAGNANI; SANFELIC; MUNIZ FILHO, 2021, p. 18-19):

[...] há, indiscutivelmente, um papel desempenhado por essa fração do capital na formação de cidades e na construção de metrópoles segregadas, já que grande parte do total destinado ao setor imobiliário pelos fundos de pensão brasileiros é dirigida para a compra de imóveis de alto padrão, em eixos urbanos extremamente valorizados das grandes metrópoles brasileiras.

Analisar o padrão de investimento dos fundos de pensão evidencia não só o protagonismo assumido por esse investidor financeiro na configuração das metrópoles brasileiras, como também o poder exercido por esses atores na configuração dos mercados nacionais de propriedade comerciais.

A alteração normativa pelo Estado (CMN) procura incentivar o investimento das EFPC em FII, pois seria uma ferramenta que asseguraria uma carteira mais diversificada e segura para as Entidades, associado ao fato de que os FIIs poderiam investir em imóveis que possibilitassem uma melhor distribuição espacial (não só na região sudeste). Haveria uma maior diversificação em segmentos de investimento, contribuindo com o desenvolvimento do setor imobiliário (e seus reflexos) em diversas regiões do país.

Apesar disso, o Estado precisa considerar nas suas políticas públicas que as maiores Entidades possuem capacidade para gerenciar sua própria carteira imobiliária, razão pela qual precisa reavaliar a vedação trazida pela Resolução nº 4661/2018, pois essa vedação imposta a todas as entidades pode gerar custos altos desnecessários e perda de oportunidade de bons investimentos.

Analisando o histórico dos investimentos totais das EFPC, verifica-se que essas entidades são tradicionalmente conservadoras e dão preferência aos investimentos de menor grau de risco, geralmente títulos da dívida pública e outros títulos de renda fixa, por apresentarem elevada taxa de retorno e rentabilidade segura.

**Tabela 12:** Histórico da composição da carteira consolidada das EFPC (2013-2020).

*Composição da carteira consolidada das EFPC*

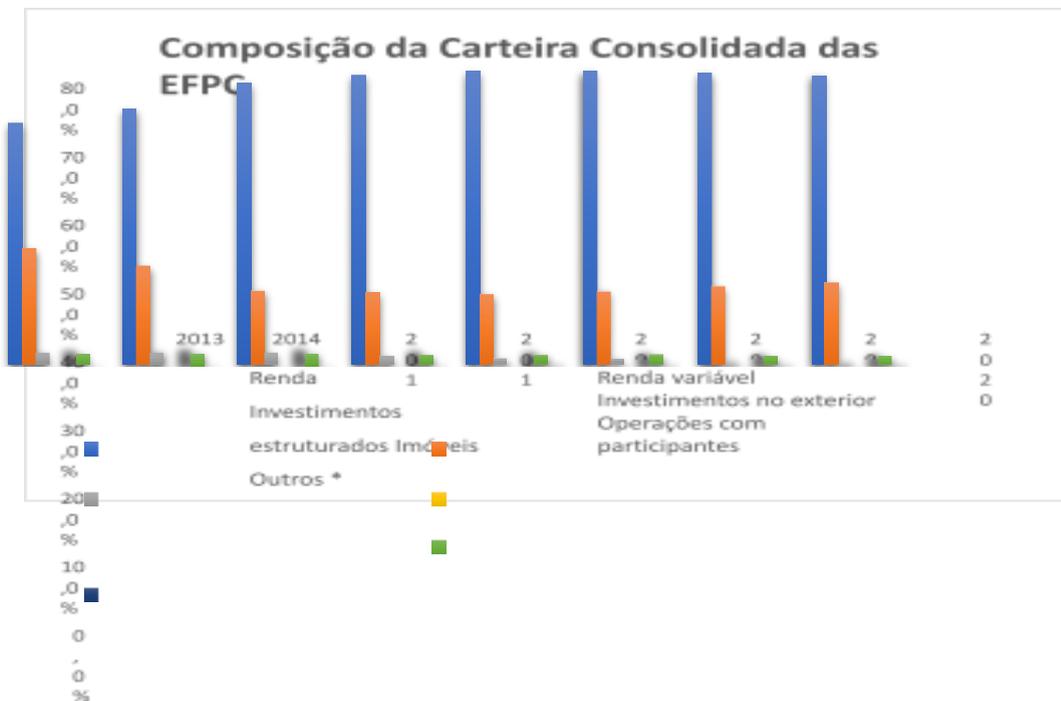
Classes de ativos	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Renda fixa</b>	<b>60,4%</b>	<b>64,2%</b>	<b>70,7%</b>	<b>72,4%</b>	<b>73,6%</b>	<b>73,4%</b>	<b>72,9%</b>	<b>72,6%</b>
Títulos públicos	10,5%	12,4%	15,5%	17,4%	17,7%	18,0%	16,6%	15,4%
Créditos privados / depósitos	4,2%	4,0%	3,6%	3,2%	2,7%	2,1%	2,0%	1,9%
Fundos de investimento RF	45,7%	47,7%	51,6%	51,8%	53,3%	53,4%	54,3%	55,3%
<b>Renda variável</b>	<b>29,0%</b>	<b>24,7%</b>	<b>18,5%</b>	<b>18,1%</b>	<b>17,7%</b>	<b>18,5%</b>	<b>19,6%</b>	<b>20,4%</b>
<b>Investimentos estruturados</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,3%</b>	<b>2,9%</b>	<b>2,2%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,5%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,2%</b>
<b>Investimentos no exterior</b>	<b>0,1%</b>	<b>N/D</b>						
<b>Imóveis</b>	<b>4,5%</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,3%</b>	<b>3,9%</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,1%</b>
<b>Operações com participantes</b>	<b>2,7%</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,1%</b>
<b>Outros *</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,6%</b>
<b>Total</b>	<b>100%</b>							

\* Outros, Empréstimos de cotas de fundos, Derivativos, Depósitos Judiciais/Recursais, Recursos a receber- Precatórios e Outros realizáveis.

Fonte: ABRAPP (2020).

A evolução da carteira das EFPC é representada no gráfico abaixo:

**Gráfico 13:** Histórico da composição da carteira consolidada das EFPC (2013-2020).



Fonte: ABRAPP (2020).



Esse caráter conservador dos Fundos, que optam por investimentos de menor risco, se deve ao fato de que os títulos de renda fixa vinham apresentando elevada taxa de retorno e rentabilidade segura, diante da elevada taxa de juros praticada no Brasil, historicamente a maior do mundo. Para os Fundos, é o melhor cenário: investimento de menor risco (se comparado aos demais segmentos) e rentabilidade alta o suficiente para cumprir a meta atuarial.

Os quinze maiores Fundos de Pensão representam 64,71% dos recursos de todo o sistema:

**Tabela 13:** Ativos dos quinze maiores Fundos de Pensão.

	<b>Fundo de Pensão</b>	<b>Origem</b>	<b>Ativos sob gestão (mil)</b>	<b>% do sistema</b>
1	Previ (Banco do Brasil)	Público	246.141.808	23,81%
2	Petros (Petrobrás)	Público	101.367.500	9,81%
3	Funcef (CEF)	Público	87.021.772	8,42%
4	Vivest	Privado	36.046.307	3,49%
5	Fund. Itaú Unibanco	Privado	29.597.594	2,86%
6	Banesprev (Santander)	Privado	28.409.746	2,75%
7	Valia (Vale do Rio Doce)	Privado	25.899.772	2,51%
8	Sistel	Privado	20.522.469	1,99%
9	Real Grandeza (Eletrobrás Furnas e Termonuclear)	Público	18.287.756	1,77%
10	Forluz (Cemig)	Público	17.829.152	1,72%
11	Fapes (Bndes)	Público	14.997.048	1,45%
12	Fundação Copel	Público	12.234.743	1,18%
13	Fundação Atlântico (Oi)	Privado	11.153.987	1,08%
14	Postalís (Correios)	Público	9.806.904	0,95%
15	Telos (Claro)	Privado	9.511.105	0,92%
	<b>TOTAL</b>		<b>668.827.663</b>	<b>64,71%</b>

**Fonte:** ABRAPP (2020).

Verifica-se diferença de comportamento das EFPC de menor porte com relação às EFPC de maior porte, normalmente, as que possuem patrocinador público. Enquanto as primeiras são mais conservadoras e menos avessas ao risco, as segundas possuem uma maior diversificação na sua carteira de investimentos, dado



o seu porte e o volume de recursos que administra. Essas entidades possuem melhor capacidade de absorver desequilíbrios patrimoniais em mercados baixistas.

Ademais, essas EFPC possuem maior estrutura administrativa, com ampla equipe técnica especializada para mensurar o cenário econômico, as diversas opções de investimentos e os possíveis riscos envolvidos, o que permite uma maior diversificação na carteira de investimentos (diferentemente do que ocorre nos fundos de pensão médios e pequenos).

Os três maiores fundos de pensão, por exemplo, têm patrocinador público: a Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil – Previ, patrocinada pelo Banco do Brasil, a Petros - Fundação Petrobras de Seguridade Social, patrocinada pela Petrobrás, e a Fundação dos Economistas Federais – Funcef, patrocinada pela Caixa Econômica Federal.

Esses três Fundos juntos administram um patrimônio total de R\$ 434,5 bilhões, equivalente a quase 43% dos recursos de todo o sistema (referência de dezembro de 2020), o que demonstra sua relevância, razão pela qual essas Entidades serão objeto de estudo de caso.

O conselho deliberativo e o conselho fiscal dessas entidades possuem representantes dos participantes, que ocupam metade das vagas, nos termos dos arts. 11 e 15 da LC nº 108/01. O conselho deliberativo é o órgão responsável por definir a gestão de investimento e o plano de aplicação de recursos, nos termos do art. 13, III da LC 108/01, e por aprovar a política de investimentos elaborada pela diretoria executiva, conforme art. 19, §1º da Resolução CMN nº 4994/22.

No entanto, o presidente desses dois conselhos é indicado pelo patrocinador e possuem o voto de qualidade (para o caso de empate), logo, esses Fundos que possuem patrocinador público podem sofrer certa influência do Governo Federal. Desta forma, tais entidades podem ser instrumentos de estímulo ao desenvolvimento do país.

Em estudo realizado por Santana (2017) foi constatado que essas três Entidades, juntamente com o BNDES, serviram de instrumento do Governo Federal durante o período analisado (2003-2016) para fortalecer as grandes empresas e como meio para investimentos em infraestrutura, com o fim de desenvolver a economia do país. Verifica-se, portanto, que esses três Fundos, ao longo das décadas, têm assumido importante papel de financiadores da economia brasileira.

Há que se considerar, outrossim, que os dez maiores Fundos administram planos BD, e como essa modalidade de plano possui uma meta atuarial a ser atingida, a princípio essas Entidades precisam recorrer a investimentos mais arrojados para cumprir essa meta, o que não acontece nos planos CD.

Apesar desses fatores, tem ocorrido a concentração dos ativos em renda fixa, em razão da elevada taxa básica de juros praticada nos últimos anos, como mencionado. Há que se considerar, também, o fato de que os planos BD (administrados pelos grandes Fundos), detentores de grande volume de recursos, são os mais antigos e estão maduros, com maioria dos participantes em gozo de benefício ou próximo de atingir a elegibilidade, o que demanda investimentos mais líquidos para fazer frente ao pagamento de benefícios, razão da preferência pela renda fixa.

Sabemos que a diversificação da carteira de investimentos com diferentes ativos é relevante pois permite maior rentabilidade e diminuição do risco. Segundo Bodie e Merton (2006, p.267), “diversificar significa portar quantidades similares de ativos de múltiplo risco em vez de concentrar todos os investimentos em um só. A diversificação, portanto, limita sua exposição ao risco de qualquer ativo individual”.

A diversificação também contribui de forma mais ampla com o desenvolvimento econômico. O investimento em renda fixa é relevante, pois possibilita o financiamento do Estado por meio dos títulos públicos, bem como o financiamento das empresas por meio de títulos privados<sup>30</sup>. No entanto, o investimento diretamente nas companhias por meio da renda variável permitiria um maior engajamento do

---

<sup>30</sup> Historicamente, os fundos de renda fixa possuem maior composição de títulos públicos e poucos títulos privados. Assim, não é possível afirmar que a alta concentração em fundos de renda fixa estaria favorecendo o setor produtivo.

investidor na companhia investida, além de contribuir diretamente com o setor produtivo. O mesmo raciocínio se aplica aos demais segmentos – imobiliário e estruturado.

No item seguinte abordaremos algumas possibilidades de investimento colocadas à disposição dos Fundos.

## 2.4 Possibilidades

Além de os Fundos de Pensão serem importantes fontes de renda previdenciária a milhões de trabalhadores e associados a organizações profissionais ou sindicais, são *players* relevantes do mercado produtivo e financeiro, responsável pela administração de parcela substancial da riqueza financeira.

Por serem investidores de longo prazo, suas políticas de investimento podem abarcar ativos menos líquidos e de maior risco, o que geralmente traz retornos mais elevados. Nesse cenário surge o importante papel das EFPC na mobilização de ativos para o financiamento de projetos de investimento de longo prazo de empresas, de infraestrutura e de imóveis. Possuem, portanto, papel vital no desenvolvimento do país. Ademais, podem contribuir para a melhoria das práticas de governança corporativa nas empresas em que participa, bem como engajar na questão da sustentabilidade.

Santana (2017, p. 19) destaca que,

[...] em um país com uma estrutura de financiamento frágil como o Brasil, os fundos de pensão poderiam servir como importantes fornecedores de *funding* de longo prazo ao desenvolvimento econômico brasileiro, mediante o redirecionamento de seus investimentos a atividades produtivas, sobretudo, ao setor de infraestrutura. Sua função poderia ser ainda potencializada no apoio à formação de grandes grupos econômicos nacionais, por meio de suas participações acionárias.

O desafio é estimular as EFPC a diversificarem seu portfólio e buscar outros investimentos além da renda fixa, que possuam menor grau de liquidez e maior grau de risco, porém, com possibilidade de maior rentabilidade, além de maior potencial de

contribuição com o desenvolvimento econômico e geração de empregos, sem perder de vista a necessidade do atingimento das metas atuariais estabelecidas.

Oliveira, Cioffi e Conti (2017, p. 39) lembram que:

[...] é imperativo que a composição da poupança financeira doméstica evolua progressivamente no sentido de uma menor preferência pela liquidez e maior exposição aos mercados de ações e ativos alternativos vinculados à atividade produtiva. A estruturação de um modelo de financiamento que busque fazer uso ativo do mercado de capitais passa, necessariamente, não somente pelo aumento contínuo da escala da poupança em posse dos investidores institucionais locais, mas também por uma maior inclinação destes à assunção de riscos – alocando volumes crescentes de recursos com os mercados de ativos domésticos. A concentração dos portfólios em ativos de baixo risco de default e maior grau de liquidez pode comprometer a demanda por papéis que incorporem maior risco e sejam necessários à viabilização do *funding* corporativo.

Dentre os fatores que ainda limitam uma maior atuação das EFPC em investimentos responsáveis é o baixo percentual aplicado em renda variável se comparado aos Fundos da América do Norte e da Europa (RABELO, 2015). Isso porque a alta dos juros praticados no Brasil nos últimos anos vinha induzindo o investimento em títulos públicos federais.

Difícilmente o Fundo sai da segurança oferecida por tais títulos para investir no setor produtivo, que oferece diversos tipos de riscos. Caberia uma pergunta: tal comportamento contribui para o desenvolvimento? Trata-se de um tema próprio da teoria econômica, a exigir estudos mais aprofundados. Uma primeira aproximação permite deduzir que o desenvolvimento está comprometido. Uma solução possível passa pela normatização dos critérios de investimentos adotados pelos Fundos de Pensão.

Em seu estudo, Alves (2007, p. 108) observa que:

Com as altas taxas de juros praticadas pelo Governo brasileiro desde a década de 90, as aplicações em investimentos socialmente responsáveis e de longo prazo relacionadas ao setor produtivo da economia têm sido descartadas por aplicações de curto prazo, que remuneram apenas os ativos financeiros, sejam títulos públicos, sejam depósitos a prazo e fundos de investimento de renda fixa.

A queda na taxa básica de juros que vinha ocorrendo recentemente poderia incentivar os Fundos a buscarem investir em outros segmentos. Corazza (2021c, p. 30) aborda que:

A questão estrutural que se coloca para os investimentos das entidades é especialmente desafiadora e ultrapassa os problemas conjunturais trazidos pela pandemia, reforça Edécio Brasil, referindo-se à queda dos juros reais no País. Afinal, ainda que a Selic continue em alta até o final do ano, o ganho real proporcionado pelos títulos públicos tende a seguir baixo ou negativo. “O produto aposentadoria ficou mais caro e há necessidade de expor as carteiras à maior volatilidade, exigindo maior cuidado na gestão de riscos”, avalia Brasil.

Há indícios de que as fundações caminham para políticas mais adequadas de diversificação, com exposição a novas classes de ativos. Do lado do passivo, a redução das metas atuariais, uma consequência da nova expectativa de rentabilidade, é preocupação daqui para a frente.

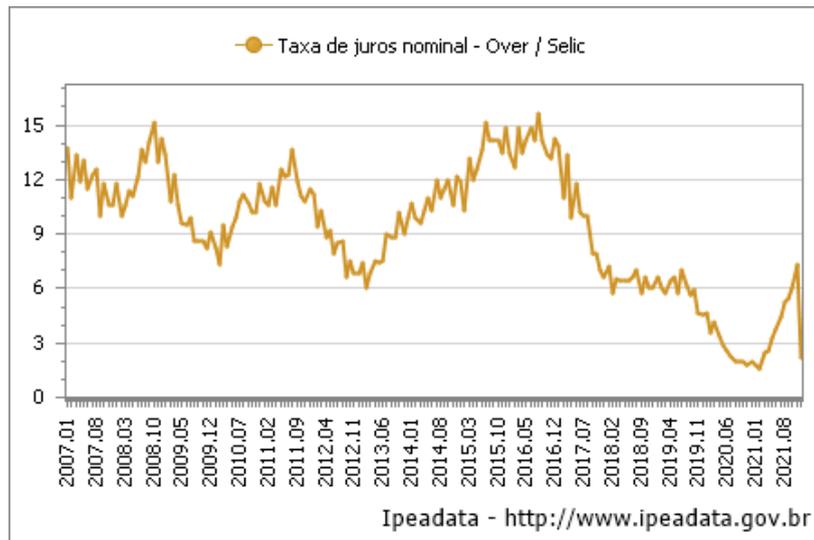
Na 6ª Edição do Relatório de Estabilidade da Previdência Complementar da Previc (BRASIL, 2021b), a autarquia traz o comparativo da taxa básica de juros, da desvalorização do Real frente ao Dólar norte-americano e do crescimento do índice Bovespa (Ibovespa), sendo possível constatar a queda na taxa de juros (Selic) nos últimos anos:

**Gráfico 14:** Selic x USD x Ibovespa.



Fonte: BRASIL (2021b).

**Gráfico 15:** Histórico Taxa Selic.



**Fonte:** Ipeadata.

No gráfico verifica-se que a taxa básica de juros vinha em queda desde 2016. No entanto, o Banco Central tem realizado aumentos sucessivos na taxa de juros básicos no decorrer de 2021, com o objetivo de conter a inflação. Com a taxa de juros voltando a subir, os títulos de renda fixa voltam a se tornar atrativos, desestimulando o investimento em outros ativos.

Não obstante a elevação dos juros reais em 2021, tornando os títulos públicos federais mais atrativos, Corazza (2021e) observa que as EFPC devem seguir com a estratégia de diversificação nas políticas de investimentos, buscando retornos e diluição de riscos em vários mercados.

Sabemos que o Mercado de Capitais é fundamental para a captação de recursos que permitem o desenvolvimento das empresas, possibilitando, assim, gerar novos empregos e contribuir para o progresso do País. As empresas necessitam de recursos para viabilizar investimentos (para diversas finalidades, tais como cobrir déficits, ampliar sua produção, desenvolver novos projetos), e sua capitalização pode ocorrer mediante emissão de títulos de propriedade (ações) ou de títulos de dívida (debêntures), normalmente menos custoso para a companhia do que a obtenção de empréstimos bancários.

As EFPC podem atuar no financiamento das empresas por meio de aportes em fundos de participação ou mediante o mercado de capitais, adquirindo títulos de

dívida ou de propriedade (OLIVEIRA; CIOFFI; CONTI, 2017). Tal investimento pode ser direcionado a empresas estratégicas que atuem em infraestrutura, por exemplo, no setor de energia elétrica, transporte e mineração.

Outra opção são os investimentos alternativos. Apesar de possuírem maior risco e menor grau de liquidez, podem ter maior rentabilidade e contribuem de forma positiva para o desenvolvimento econômico por meio de geração de emprego e investimento em infraestrutura, por exemplo. Podemos citar como exemplos o *Private Equity* e o *Venture Capital*<sup>31</sup>. São investimentos de alto risco, no entanto, podem trazer melhores rentabilidades para os Fundos, além de serem meios para diversificar as carteiras de investimento.

Sobre esse tema, Santana (2017, p. 73) entende que:

Embora sua prioridade seja a rentabilidade segura dos recursos dos aposentados, com garantia do pagamento de seus benefícios no futuro, a possibilidade de maiores retornos financeiros combinada à geração de externalidades positivas – através da criação de infraestrutura e novos empregos – torna a opção pelos investimentos alternativos algo altamente viável e salutar, não só para os aposentados, mas também para a economia e a sociedade como um todo.

As EFPC podem investir em *Private Equity* e *Venture Capital* por meio dos Fundos de Investimento em Participações (FIPs) e Fundos de Investimento em Empresas Emergentes (FIEEs).

O FIP é uma comunhão de recursos destinados à aplicação em companhias abertas, fechadas ou sociedades limitadas, em fase de desenvolvimento. Dentre os diversos ramos de atividade, as companhias investidas podem, por exemplo, desenvolver novos projetos de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação nas áreas de energia, transporte, água e saneamento básico, irrigação e outras áreas prioritárias para o Poder Executivo Federal.

Conforme apontam Oliveira, Cioffi e Conti (2017, p. 35),

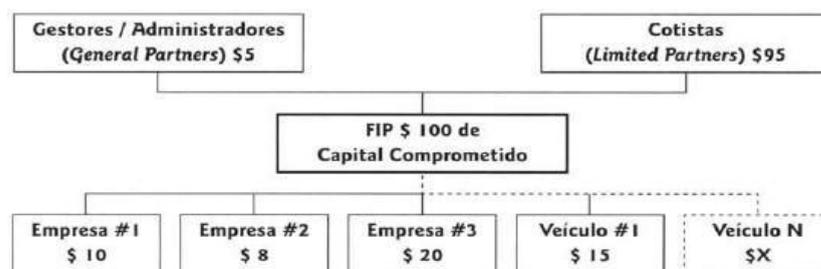
---

<sup>31</sup> O *Private Equity* se caracteriza por ser um investimento em empresas de médio porte ainda não listadas em Bolsa, com o objetivo de alavancar seu desenvolvimento. O *Venture Capital*, por sua vez, é o investimento na fundação de uma nova empresa ou na expansão de uma empresa pequena.

[Os FIPS são] uma alternativa que se enquadra especialmente bem na perspectiva do fornecimento de fundos de longo prazo para empreendimentos privados em etapas distintas. O aporte em IPOs ou debêntures, por exemplo, beneficia de modo geral apenas empresas de grande porte e faturamento, enquanto os alvos das firmas dos fundos de participação abrangem empresas de pequeno e médio porte, ainda não listadas em bolsas de valores. No caso brasileiro, isso é especialmente interessante dada a relativa exclusão financeira das pequenas e médias empresas (PMEs) do mercado de crédito privado de longo prazo, que se limita à oferta de crédito de curto prazo.

Os FIPs e FIEEs possibilitam à EFPC investir em empresas no seu estágio inicial de desenvolvimento, antes mesmo da abertura de capital, e com isso podem ter retornos potencialmente maiores, acompanhados, naturalmente, de índices menores de liquidez. Eis a estrutura típica de um FIP ou FIEE:

**Figura 2:** Estrutura típica de fundos de Private Equity e Venture Capital.



**Fonte:** LOPES; FURTADO (2006, p. 110).

Lopes e Furtado (2006, p. 113) destacam a importância desse tipo de investimento:

Qual o papel dos Fundos de PE/VC nesse cenário? A análise é simples e apresentada a seguir. Pode-se afirmar, com grande segurança, que os setores para os quais são direcionados os investimentos de PE/VC são bastantes distintos daqueles normalmente negociados em Bolsas de Valores com os quais exigem baixa correlação.

Conforme estudo da *Thomson Venture Economics*, no primeiro semestre de 2002, os investimentos em PE/VC nos setores de medicina/saúde/biotecnologia e tecnologia da informação corresponderam a 70% do total investido. Esses setores possuem a mesma representatividade no Ibovespa. Há indícios bem claros de que os investimentos dos Fundos de PE/VC no Brasil estejam concentrados em empreendimentos que são fracamente correlacionados àqueles da carteira do IBX.

[...] pode-se considerar que os investimentos em *private equity* constituem modalidades de investimento que podem agregar valor significativo para a gestão de carteiras de investidores institucionais como Entidades Fechadas de Previdência Privada e Seguradoras. Ou seja, além dos aspectos relevantes demonstrados do ponto de vista econômico, os investimentos em *private equity* e *venture capital* constituem-se alternativas importantes do ponto de vista da melhora do perfil risco e retorno das carteiras de investimentos das quais participem.

Corazza (2021a) relata que as EFPC voltaram a debater sobre os FIPs como alternativa diante dos juros baixos e da necessidade de diversificar o portfólio. Os FIPs são grandes financiadores de infraestrutura, dos investimentos florestais, entre outros, e dá acesso a empresas e setores que ainda não estão representados na Bolsa, como saúde, TI e agropecuário. Por ser um mercado de empresas fechadas, renuncia-se à liquidez em troca de retornos superiores. No entanto, diante dos juros altos ao longo dos anos, as EFPC não têm optado por esse tipo de investimento, cenário que deve ser alterado. E por ser um investimento de longo prazo, atende aos objetivos das Entidades.

Há exemplos de EFPC que obtiveram bons resultados nesse segmento. A Fundação Copel investe em ativos estruturados desde 2012, com uma carteira diversificada composta por 15 investimentos (R\$ 423 milhões investidos) e que asseguraram uma rentabilidade superior a 24% em 12 meses (CORAZZA, 2021a).

A Previ noticiou no seu site<sup>32</sup> que os FIPs apresentaram rentabilidade acumulada de 30,25% no seu plano BD e 43,28% no seu plano CV durante o período de janeiro a outubro de 2019, muito acima da meta atuarial, que na época era 6,92%. Sua carteira era composta por 24 FIPs que investem em 86 companhias.

Outra modalidade de investimento que merece atenção das Entidades são os Fundos de Investimentos Imobiliários – FIIs. Como mencionado, com a vedação direta em imóveis trazida pela Resolução CMN nº 4661/2018, os FIIs oferecem estratégias interessantes.

Segundo Corazza (2021d), em 2020 os ativos ligados aos galpões de logísticas tiveram alta, em razão do crescimento do *e-commerce* gerado pela pandemia de Covid-19. Os FIIs lastreados em CRIs indexados à inflação também tiveram boa performance, devido à alta da inflação e dos juros. Acredita-se que haverá avanço no segmento de FIIs com foco em imóveis para renda urbana, fundos de investimento em terras agrícolas ou mesmo no segmento de ganhos de capital, com ressurgimento dos fundos voltados ao desenvolvimento imobiliário.

---

<sup>32</sup> <https://www.previ.com.br/portal-previ/fique-por-dentro/noticias/fips-sao-destaque-entre-investimentos-da-previ-em-2019.htm>. Acesso em 25 set. 2021.

Quando foi editada a Resolução CMN nº 4661 em 2018, havia menos de 170 FIIs listados em Bolsa no Brasil; hoje há 320 fundos. Há muito espaço para crescimento desse segmento.

Os investimentos alternativos, portanto, constituem-se não apenas como importantes instrumentos de investimento para as EFPC, mas também de desenvolvimento econômico. Por essa razão, merecem maior atenção do Estado em suas políticas públicas. A lei nº 13874/2019 (Lei de Liberdade Econômica) representa importante avanço para os fundos de investimentos como um todo ao trazer maior segurança para os investidores. É necessário que a CVM atualize seus normativos de acordo com a nova lei. Seria importante, por exemplo, o desenvolvimento de uma regulação própria para *Private Equity* e *Venture Capital* (hoje regulados pela Instrução CVM nº 578/2016, que trata dos FIPs).

A Abrapp retomou a agenda de debates técnicos sobre os normativos que regem os investimentos dos Fundos e a interação do sistema com os diversos reguladores do mercado, pois para haver a diversificação necessária, é importante algumas alterações na legislação. Um exemplo é a limitação da responsabilidade do investidor pelas perdas em todos os tipos de fundos de investimentos – ou seja, a limitação de perdas estaria atrelada ao máximo investido – mecanismo importante para a redução dos riscos de aplicações em fundos de investimentos, em linha com Lei de Liberdade Econômica, devendo ser estendido a todos os tipos de veículos, inclusive para os fundos exclusivos (CORAZZA, 2021b).

O objetivo da Lei de Liberdade Econômica foi oferecer maior segurança ao investidor, sendo que o item 18 de sua exposição de motivos trazia o seguinte texto (CORAZZA, 2021b, p. 61):

Atenta às necessidades de facilitar a canalização de recursos poupados para a economia real, a proposta assegura a legalidade de responsabilidade limitada para fundos de investimento, o que deverá aumentar a segurança da modalidade por meio dessas estruturas. Contribui-se, assim, para um ambiente mais competitivo e atrativo que beneficiará inclusive os grandes programas de desestatizações, outro assunto emergencial que justifica a existência desta Medida.

Importa ainda mencionar que os investimentos alternativos envolvem maiores riscos, razão de serem fiscalizados pela Previc com base na Resolução MPS/CGPC

nº 13/2004, assim como os demais investimentos<sup>33</sup>. Logo, na fiscalização, a Previc verifica se os riscos estão identificados, avaliados, controlados e monitorados pela EFPC, em uma matriz de risco que mede a probabilidade do ativo prosperar, e qual o impacto nos objetivos do plano. É essencial que a Entidade tenha conhecimento e esteja ciente de todos os riscos do investimento, sejam eles altos ou baixos.

Nessa linha, a Previc destaca na 6ª Edição do Relatório de Estabilidade da Previdência Complementar (BRASIL, 2021b, p. 33-34):

As incertezas que ora se apresentam são de natureza conjuntural, devendo ser tratadas sob essa dimensão. Em termos de mudanças estruturais, a maior diversificação na alocação de ativos deve ser impulsionada pela prevalência de taxas de juros reduzidas e refletirá na gestão dos planos de benefícios.

Porém, tal movimento necessariamente incorpora mais riscos ao sistema e deve ser acompanhado também por adaptações que fortaleçam os controles internos, voltados à identificação e à mitigação eficaz dos riscos que se fizerem presentes, com o objetivo da manutenção de resultados satisfatórios sem a assunção de riscos desproporcionais garantindo assim a viabilidade econômica do plano e a hígidez do sistema.

[...]

A realidade impõe a adequada integração entre a gestão dos recursos financeiros e das obrigações do passivo. Assim, vislumbram-se novas estratégias na alocação em investimentos de maior risco e, também, a possibilidade de mudanças de premissas atuariais que poderão trazer impactos na forma de custos necessários à manutenção dos planos. Diante de tais desafios, a expectativa é de fortalecimento das ações voltadas à adequada governança, controles de riscos e performance, e ainda, à transparência.

A Previc também ressalta que continuará a aprimorar o arcabouço regulatório, com o objetivo de modernizar e flexibilizar o sistema, sempre sopesando o custo de observância, e a implementar ações de supervisão que visem a manutenção da solidez, solvência e liquidez das EFPC e do sistema.

Analisada a legislação afeta aos investimentos dos Fundos e como o sistema se comporta frente a esse arcabouço normativo, considerando seu dever fiduciário, os diversos segmentos de aplicação e as inúmeras possibilidades no mercado, no próximo capítulo importa estudar a questão da sustentabilidade e as diversas iniciativas sobre o tema pelos organismos internacionais e pelo mercado financeiro e produtivo.

---

<sup>33</sup> Como já mencionado, essa norma trata de princípios, regras e práticas de governança, gestão e controles internos adequados ao porte, complexidade e riscos inerentes aos planos de benefícios.

## CAPÍTULO 3

### O MERCADO FINANCEIRO E PRODUTIVO E A SUSTENTABILIDADE

#### 3.1 A questão da sustentabilidade

Sustentabilidade é o tema do momento, muito se fala sobre sustentabilidade – economia sustentável, crescimento sustentável, políticas sustentáveis etc. Mas o que seria sustentabilidade?

As civilizações antigas viviam em perfeita harmonia com a natureza e era impensável a prosperidade econômica às custas de uma exploração desenfreada do meio-ambiente. Havia consciência quanto à necessidade de se respeitar o meio-ambiente e os recursos naturais. A Revolução Industrial transformou a civilização agrícola em uma moderna civilização industrial, levando a uma transformação da terra e do uso dos recursos naturais, com uma visão de curto prazo e uma abordagem de “livre-iniciativa privada”. Buscava-se um progresso econômico rápido sem nenhuma preocupação com os recursos naturais (BOSELNANN, 2015).

A partir da década de 1960, passou-se a ter uma maior discussão política sobre a necessidade de proteção ambiental. Em 1972, a Declaração de Estocolmo previu como princípio 13 que os Estados deveriam adotar uma abordagem integrada e coordenada para o seu desenvolvimento, com planejamento para garantir que seu desenvolvimento seja compatível com a necessidade de proteger e melhorar o ambiente humano (Declaração da Conferência das Nações Unidas sobre o Meio Ambiente Humano - Declaração de Estocolmo). Uma série de tratados posteriores refletiram a mesma ideia de integração do meio ambiente com o desenvolvimento.

O conceito de desenvolvimento também evoluiu ao longo das décadas, até ser consagrado como um direito humano na Resolução nº 41/128 da Assembleia Geral das Nações Unidas de 1986 (Declaração sobre Direito ao Desenvolvimento).

De acordo com a Declaração, o desenvolvimento é um direito inalienável, ao

Estado foi atribuído o dever de formular políticas nacionais adequadas para o desenvolvimento, devendo assegurar igualdade de oportunidade para todos no acesso aos recursos básicos, educação, serviços de saúde, alimentação, habitação, emprego e distribuição equitativa de renda. Esse direito ao desenvolvimento foi confirmado na Conferência Mundial de Direitos Humanos de 1993, enquanto direito universal e inalienável e parte integrante dos Direitos do Homem, conforme a Declaração de Viena.

Em 1984, a Comissão Mundial sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento (CMMAD), da Organização das Nações Unidas (ONU), reuniu membros de 21 nações para enfrentar dois conjuntos de problemas: a degradação ambiental global e as discrepâncias do desenvolvimento econômico e social entre os países do “Norte” e do “Sul”. Esse trabalho deu origem ao chamado Relatório *Brundtland* (também intitulado como “Nosso Futuro Comum”), publicado em 1987. O Relatório teve grande impacto no debate público e introduziu na esfera pública o conceito de desenvolvimento sustentável (CMMAD, 1991, p. 46-49):

O desenvolvimento sustentável é aquele que atende às necessidades do presente sem comprometer a possibilidade de as gerações futuras atenderem suas próprias necessidades.

[...]

Num mundo onde a pobreza e a injustiça são endêmicas, sempre poderão ocorrer crises ecológicas e de outros tipos. Para que haja um desenvolvimento sustentável, é preciso que tenham atendidas as necessidades básicas e lhes sejam proporcionadas oportunidades de concretizar suas aspirações a uma vida melhor.

[...]

Em essência, o desenvolvimento sustentável é um processo de transformação no qual a exploração dos recursos, a direção dos investimentos, a orientação do desenvolvimento tecnológico e a mudança institucional se harmonizam e reforçam o potencial presente e futuro, a fim de atender às necessidades e aspirações humanas.

O Relatório apresentou críticas às formas de desenvolvimento dos países ricos, que contribuem para a exploração acelerada dos recursos naturais, e explicou como a degradação ambiental compromete o desenvolvimento econômico.

Muitas vezes se fala em sustentabilidade apenas se referindo ao meio-ambiente – os recursos naturais (a água, o ar, o solo) são essenciais para nossa sobrevivência como raça humana, razão pela qual precisamos manter a sustentabilidade das condições de vida. No entanto, a sustentabilidade é termo

complexo – está ligada à ideia de continuidade das sociedades humanas e da natureza, e não se trata apenas de meio-ambiente.

Freitas (2012, p. 41) aborda o princípio da sustentabilidade:

Eis o conceito proposto para o princípio da sustentabilidade: trata-se do princípio constitucional que determina, com eficácia direta e imediata, a responsabilidade do Estado e da sociedade pela concretização solidária do desenvolvimento material e imaterial, socialmente inclusivo, durável e equânime, ambientalmente limpo, inovador, ético e eficiente, no intuito de assegurar, preferencialmente de modo preventivo e precavido, no presente e no futuro, o direito ao bem-estar.

O conceito de *Triple Bottom Line* (TBL), originado de um estudo de Elkington na década de 1990, para apresentar um modelo que tornasse a discussão sobre sustentabilidade mais tangível para as organizações, incorpora três dimensões de sustentabilidade: prosperidade econômica (impacto dos negócios no sistema econômico), justiça social (condução de negócios benéficos e justos em relação ao trabalho e à comunidade) e qualidade ambiental (prática de negócios que não comprometam os recursos ambientais). Esse conceito também ficou conhecido como 3P (*People, Planet e Profit* – pessoas, planeta e lucro, na língua portuguesa) (NADIR JUNIOR; ALBERTON; SAATH, 2021).

A concepção de desenvolvimento sustentável, portanto, é composto por esses três pilares: social, econômico e ambiental. Esse é o conceito do modelo *Triple Bottom Line* (TBL) ou o tripé da sustentabilidade – as empresas deixam de focar apenas no lucro, devendo atuar reduzindo as desigualdades sociais, os impactos ao meio ambiente, e gerando riqueza (STRAUBE, 2019).

Vivemos uma crise global de recursos, mudanças climáticas e a sustentabilidade já não são mais uma realidade distante, como era décadas atrás. O aquecimento global, o avanço do efeito estufa e a crescente perda da biodiversidade são inegáveis (MILARÉ, 2021). Há um enorme desequilíbrio nas dimensões econômica, social e ambiental provocado pelas atividades humanas. Se a própria sobrevivência da raça humana está em risco, medidas urgentes precisam ser adotadas pelos Estados.

Segundo Bosselmann (2015, *n.p.*), “nenhuma das sociedades de hoje é sustentável. Elas estão profundamente enraizadas no desperdício da produção e do consumo para compreenderem seu caráter sustentável”. No entanto, essa situação não pode mais ser tolerada, as mudanças climáticas são uma realidade. Estamos falhando no dever de prover o futuro das gerações mais novas.

Milaré (2021, *n.p.*) é mais enfático:

A Terra torna-se progressivamente insustentável, o que não é mera força de expressão ou forma literária de mau gosto. Ao cabo de dois séculos de civilização industrial – 200 anos de expectativas crescentes em face de desenvolvimento tecnológico assombroso –, parece-nos, paradoxalmente, ter chegado ao prólogo de um apocalipse inevitável. O globo em sua estrutura geológica, as águas, os recursos naturais vivos e inorgânicos entram em colapsos frequentes. Esse mesmo mundo natural que recebemos de gerações milenares, com a incumbência implícita de passá-lo saudável às gerações do futuro, de um momento para outro tornou-se insustentável.

[...] Esse tema [sustentabilidade] é item obrigatório de inúmeras conversas, desde os debates científicos até as discussões jornalísticas, do âmbito das escolas ao fórum dos movimentos sociais, dos saraus eruditos às conversas de botequim.

[...] Não há dúvida, pois, de que a questão ambiental, por esse prisma, é uma questão de vida ou morte, não apenas de animais e plantas, mas do próprio homem e do Planeta que o abriga, pois a Terra também é considerada um organismo vivo *sui generis* e corre perigo de morte.

O mundo busca uma solução para se evitar o colapso, já não é mais possível negar a importância do desenvolvimento sustentável, tanto pelos Estados como pelas organizações e empresas. Trata-se da própria sobrevivência do homem. Por essa razão, nos últimos anos, o tema tem sido objeto de estudo de importantes organizações (como o PRI e o FBS, por exemplo), foco de fóruns mundiais e objeto de diversos acordos internacionais, iniciativas de governos, empresas e investidores.

Um deles é o Acordo de Paris, discutido entre 195 países durante a COP21, cujo objetivo é reduzir o aquecimento global. Foi aprovado em 12 de dezembro de 2015 e entrou em vigor oficialmente no dia 4 de novembro de 2016.

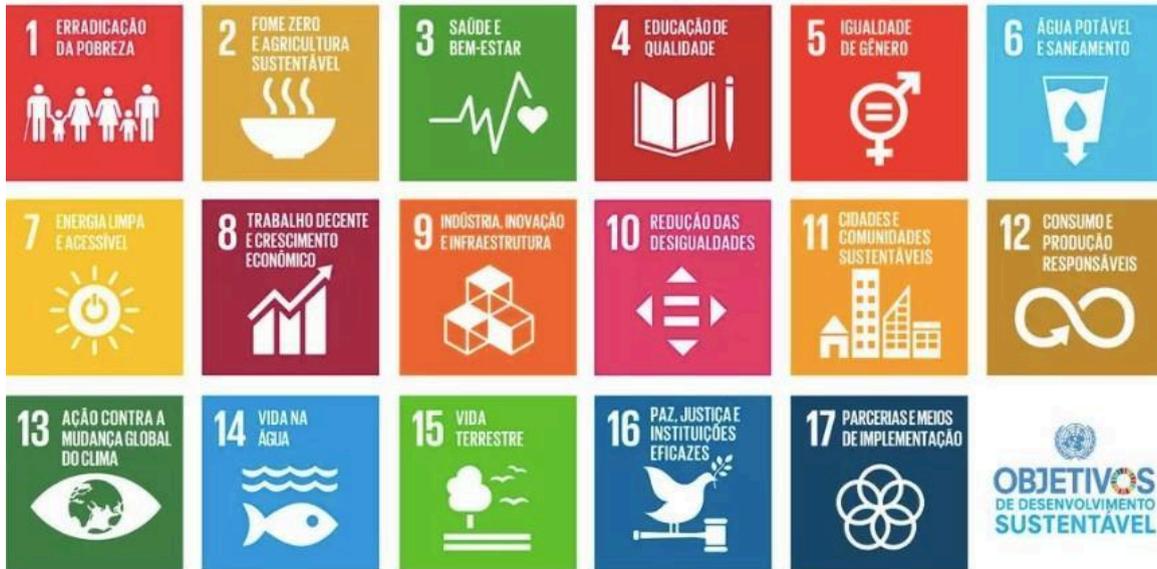
A Agenda 2030<sup>34</sup> para o Desenvolvimento Sustentável é uma das mais importantes iniciativas mundiais sobre sustentabilidade, constituída pelos 17 Objetivos

---

<sup>34</sup> Em setembro de 2015, líderes mundiais e representantes da sociedade civil se reuniram na sede da ONU e decidiram um plano de ação para erradicar a pobreza, proteger o planeta e garantir a paz e

de Desenvolvimento Sustentável (ODS), baseados nos antigos Objetivos de Desenvolvimento do Milênio. Essas metas devem ser cumpridas até 2030 e é adotada pelos 192 países-membros da ONU (ONU, c2022). São eles:

**Figura 3:** Objetivos de Desenvolvimento Sustentável.



Fonte: ONU (c2022).

Na 50ª edição anual do Fórum Mundial em Davos na Suíça, ocorrida em janeiro de 2020, o tema principal foi “*Stakeholders* para um Mundo Coeso e Sustentável” e o evento resultou em diversas iniciativas, cabendo destaque ao comprometimento dos CEOs das 140 maiores empresas globais (que compõem o *International Business Council*) no alinhamento dos seus objetivos corporativos com os Objetivos para o Desenvolvimento Sustentável da ONU; tais executivos também se comprometeram a criar métricas comuns que podem ser utilizadas para medir o desenvolvimento do setor privado nos principais objetivos ambientais, sociais e de governança (AGOSTINO, 2021).

A 16ª edição do *The Global Risks Report* do Fórum Econômico Mundial, publicado no início de 2021, trouxe o resultado da sua última pesquisa sobre os principais riscos globais (na visão da sociedade civil, das empresas, dos governos e dos especialistas), e entre os principais riscos apontados estão os prejuízos causados

ao meio ambiente pelo homem, o fracasso em lidar com as mudanças climáticas e a perda da biodiversidade (WORLD ECONOMIC FORUM, 2021).

A 26ª Conferência das Nações Unidas sobre as Mudanças Climáticas (COP26)<sup>35</sup> também trouxe alguns compromissos pelos países participantes, dos quais destacamos:

(a) mais de 100 países concordaram em reduzir as emissões de gases de efeito estufa até 2030; (b) mais de 40 países concordaram em abandonar o carvão (incluindo grandes usuários, como Polônia, Chile e Vietnã); (c) Estados Unidos e China se comprometeram a reduzir emissões de metano e carbono, fazendo transição para adotar energia limpa; (d) cerca de 500 empresas de serviços financeiros globais concordaram em arrecadar 130 trilhões de dólares (cerca de 40% dos ativos financeiros mundiais) para alcançar as metas estabelecidas no Acordo de Paris, incluindo limitar o aquecimento global a 1.5°C.

No âmbito nacional, nossa Constituição dispõe sobre o direito ao desenvolvimento nos art. 1º, inciso II, art. 3º, inciso II, art. 5º, §2º e art. 170, considerado direito fundamental. Nossa ordem econômica deve ser fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, visando assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social. Tais preceitos devem ser compatibilizados com o art. 225, que garante o direito ao meio ambiente ecologicamente equilibrado, bem de uso comum e essencial à sadia qualidade de vida, cabendo ao Poder Público e à sociedade o dever de preservá-lo para as presentes e futuras gerações. Isso só é possível por meio de um desenvolvimento sustentável.

Segundo Nery Junior e Nery (2019, *n.p.*),

A ordem econômica está vinculada ao desenvolvimento econômico em concomitância com o social, mais precisamente em benefício do social. Para atingir tal desiderato, a atividade econômica por parte do Estado precisa ser planejada de maneira integrada. A atuação econômica estatal deverá ser integrada a um planejamento ambiental que racionalize o aproveitamento energético, aquático e que esteja comprometido com a preservação do meio ambiente e o desenvolvimento sustentável. A atuação econômica também precisa estar integrada à pesquisa científica e tecnológica, em que toda orientação está voltada para a promoção do bem estar dos cidadãos.



<sup>35</sup> Ocorrida em Glasgow, na Escócia, entre 31 de outubro a 14 de novembro de 2021, reuniu cerca de 50 mil participantes em busca de ações climáticas e resultou na celebração do Pacto Climático de Glasgow pelos 197 países participantes (COP26, 2021).

De acordo com Scharf (2004), a finalidade do desenvolvimento sustentável é a preservação da riqueza global que, no seu entendimento, se refere aos ativos financeiros, recursos naturais e qualidade de vida da população.

A redução das desigualdades regionais e sociais (art. 170 da CRFB) também é essencial para o desenvolvimento, pois não é possível que um país se desenvolva economicamente e garanta uma existência digna sem redução das desigualdades. A existência de acentuadas desigualdades sociais pode indicar que o desenvolvimento do país não está ocorrendo de forma sustentável (STRAUBE, 2019).

Segundo o autor (2019, *n.p.*), “o desenvolvimento sustentável congrega a convivência harmônica da proteção ambiental com as dimensões humana, física, política, cultural e social”, e requer a atuação do Poder Público e dos entes privados. O Estado deve traçar políticas públicas para o desenvolvimento sustentável, inclusive por meio de estímulos aos agentes de mercado.

Como não poderia ser diferente, a sustentabilidade também é pauta entre os grandes investidores. Nas últimas décadas os investidores passaram a se preocupar não apenas com o lucro, mas também com temas relacionados ao meio ambiente, aos aspectos sociais e à responsabilidade social corporativa, entendendo que esse tipo de investimento pode gerar retornos mais atrativos (AGOSTINO, 2021), associado à consciência de que possuem um papel social, de contribuir com o desenvolvimento sustentável do país.

Como destacado por Moreira (2020, p. 11),

[...] tanto no mercado financeiro quanto nos negócios gerar valor para os acionistas já não é o único propósito de companhias e investidores. Percebe-se uma pressão cada vez maior no sentido da geração de valor para a sociedade.

Segundo a B3 (2016, p. 8), “um bom desempenho financeiro deixou de ser o único critério para conferir valor a uma companhia e atrair investimentos”.

O Professor Ladislau Dowbor<sup>36</sup> (*apud* NAUM, 2018, p. 36) enfatiza que:

Nossos desafios são fáceis de definir: estamos diante da mudança paradigmática necessária na forma como lidamos com o planeta e isso significa que temos que usar nossos recursos para financiar outro tipo de desenvolvimento; e devemos garantir que esse desenvolvimento seja para todos. Nós temos as tecnologias, o dinheiro e as pessoas que sabem como fazer isso, mas não temos o poder político e o processo de decisão correspondentes. Muito está sendo feito, mas a janela de tempo que temos nas áreas ambiental e social é curta e a mudança é desesperadamente lenta. O relatório do UNEP de outubro de 2015 afirma isso em palavras simples: “Alcançar o desenvolvimento sustentável que queremos exigirá um realinhamento do sistema financeiro com os objetivos do desenvolvimento sustentável”.

Em 25 de outubro de 2021, o Governo Federal lançou o Programa Nacional de Crescimento Verde<sup>37</sup>, com o objetivo de aliar redução das emissões de carbono, conservação de florestas e uso racional de recursos naturais com geração de emprego verde e crescimento econômico.

O Programa irá apoiar e priorizar os projetos verdes que promovam empreendedorismo e inovação sustentável, aliando preservação ambiental e melhora da condição de vida da população, mediante incentivos econômicos, transformação institucional e critérios de priorização de projetos e ações, e contará com recursos nacionais e internacionais, públicos ou privados.

Outra iniciativa do Governo Federal é a emissão de títulos financeiros verdes pelo BNDES, permitindo o levantamento de recursos para financiar projetos com esses princípios, possibilitando, assim, a redução da demanda financeira da União para promover o desenvolvimento sustentável.

Encontra-se em trâmite no Senado Federal o projeto de lei nº 4363/2021<sup>38</sup>, que institui o Selo Nacional ASG, a ser conferido a empresas que investem em ações

---

<sup>36</sup> DOWBOR, L. **Financing sustainability**: where has all the money gone? Jan. 2015. Disponível em: <https://dowbor.org/2017/02/ladislau-dowbor-financing-sustainability-where-has-all-the-money-gone-fevereiro-2017-21-p.html>. Acesso em: 27 nov. 2021.

<sup>37</sup> Decreto nº 10.846/2021 (Institui o Programa Nacional de Crescimento Verde) e Decreto nº 10.845/2021 (Dispõe sobre o Comitê Interministerial sobre a Mudança do Clima e o Crescimento Verde).

<sup>38</sup> Projeto de iniciativa do Senador Mecias de Jesus, publicado no Diário do Senado Federal em 09/12/2021, atualmente no Plenário do Senado aguardando análise e votação.

e projetos de motivação ambiental, social e de governança, que passarão a ter alguns benefícios, como a prioridade no acesso a recursos e melhores condições de financiamento com juros reduzido em instituições financeiras públicas e privadas. O projeto também prevê que para os fundos serem considerados sustentáveis, passarão por avaliação segundo métodos que atestem o compromisso ASG.

Para auxiliar os investidores e nortear as ações de integração de critérios ambientais, sociais e de governança, nos últimos anos tem havido diversas iniciativas por parte de organismos e entidades, tais como os Princípios para o Investimento Responsável (PRI – *Principles for Responsible Investment*), Recomendações da TCFD para divulgações financeiras relacionadas às mudanças climáticas, diversos Códigos de Conduta, dentre outras iniciativas, abordados nas subseções seguintes.

### 3.2 Os critérios ASG

Antes de adentrar no estudo das iniciativas sobre sustentabilidade, é importante abordar os critérios ASG, para melhor entendimento do tema.

Crítérios ASG – do inglês ESG (*Environmental, Social and Corporate Governance*) – são critérios utilizados para incluir, nas decisões de investimento, as questões de responsabilidade ambiental (capital natural), responsabilidade social empresarial (capital humano e capital social) e governança corporativa (capital político). São fatores que podem impactar a performance do investimento.

Relativamente ao aspecto ambiental, é estudado como a possível companhia, ao receber os investimentos, interage com o meio ambiente, analisando como ela consome os recursos naturais e a energia, como ocorre o tratamento de resíduos (coleta, tratamento, armazenamento e descarte) e se a empresa polui (não gerencia os resíduos) (BENDAVID-VAL e PERINE<sup>39</sup> *apud* PEREIRA, 2012).

---

<sup>39</sup> BENDAVID-VAL, A.; PERINE, C. **Environmental competitiveness**: completing the competitiveness paradigm. Washington: Chemonics International Inc., July, 2003. Disponível em: [http://www.archives.smia.info/2003/SMIA\\_Bendavid-Val.pdf](http://www.archives.smia.info/2003/SMIA_Bendavid-Val.pdf). Acesso em: 18 fev. 2011.

Quanto à responsabilidade social empresarial, o Instituto Ethos de Empresas e Responsabilidade Social<sup>40</sup> (2013, p. 78) assim conceitua:

Responsabilidade social empresarial é a forma de gestão que se define pela relação ética e transparente da empresa com todos os públicos com os quais ela se relaciona e pelo estabelecimento de metas empresariais que impulsionem o desenvolvimento sustentável da sociedade, preservando recursos ambientais e culturais para as gerações futuras, respeitando a diversidade e promovendo a redução das desigualdades sociais.

Por fim, relativamente à governança corporativa, importa trazer o conceito do IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2015, p. 20)<sup>41</sup>:

Governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas.

As boas práticas de governança corporativa convertem princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum.

Os investidores, portanto, na sua análise e tomada de decisão sobre em que empresa ou setor investir, não consideram apenas os fatores econômico-financeiros, mas também como as possíveis empresas, ao receber o investimento, considera tais fatores no seu dia a dia. Os fatores mais comumente analisados pelos investidores que incorporaram os fatores ASG no processo de decisão de investimento, segundo a Anbima<sup>42</sup> (2020), CFA Institute<sup>43</sup> (2015) e PRI ([201?]) são:

---

<sup>40</sup> O Instituto Ethos de Empresas e Responsabilidade Social é uma OSCIP (Organização da Sociedade Civil de Interesse Público) cuja missão é mobilizar, sensibilizar e ajudar as empresas a gerirem seus negócios de forma socialmente responsável, tornando-as parceiras na construção de uma sociedade justa e sustentável.

<sup>41</sup> O IBGC é uma organização da sociedade civil cujo objetivo é gerar e disseminar conhecimento a respeito das melhores práticas em governança corporativa e influenciar os mais diversos agentes em sua adoção. Sua principal publicação é o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, lançado em 1999 e atualmente em sua quinta edição.

<sup>42</sup> Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais é formada por instituições como bancos, gestoras, corretoras, distribuidoras e administradoras.

<sup>43</sup> O CFA Institute é uma organização profissional global sem fins lucrativos que oferece educação financeira aos profissionais de investimento. Seu objetivo é promover os padrões de ética, educação e excelência profissional no mercado financeiro.

- a) Ambiental: uso de recursos naturais; emissão de carbono; eficiência energética; poluição do ar e da água; escassez de água; tecnologia limpa; mitigação e adaptação às mudanças climáticas; proteção da biodiversidade; desmatamento; gerenciamento de resíduos;
- b) Social: respeito aos direitos humanos; políticas e relações de trabalho; política de inclusão e diversidade; oportunidades de treinamento e desenvolvimento; engajamento dos funcionários; segurança do ambiente de trabalho; trabalho análogo ao escravo e infantil; satisfação do cliente; relações com a comunidade; privacidade e segurança de dados; gerenciamento da cadeia de suprimentos;
- c) Governança: estrutura, composição, independência e diversidade do conselho de administração; ética; transparência; remuneração executiva; combate à corrupção; honestidade fiscal; estruturas para denúncias de irregularidades; controles internos e gerenciamento de riscos; estrutura do comitê de auditoria; contribuições políticas.

Na verdade, as questões ASG não são novas, há muito tempo são consideradas de maneira tácita pelos investidores, sem referência a essa terminologia. O que é novo é o alcance da análise ASG realizada pelos investidores. Segundo o PRI (2017, p. 7):

[...] Uma das principais razões para o rápido aumento da análise ASG pelos investidores é a crescente evidência, a partir dos círculos acadêmicos, de que práticas de sustentabilidade têm uma influência positiva no desempenho do investimento.

Conclusões recentes da pesquisa acadêmica sobre questões ASG incluem:

- a) A análise ASG fornece aos investidores sinais de alerta advindos de falhas na governança corporativa, permitindo a identificação de comportamentos destrutivos de valor; o que significa que os investidores podem selecionar empresas com forte gestão e modelos de negócio sustentáveis.
- b) Investidores que se engajam com empresas em temas de governança corporativa, e através do exercício do direito de voto, podem auferir melhores retornos ajustados ao risco.
- c) Empresas que divulgam suas emissões de carbono através do CDP usufruem de condições de crédito mais favoráveis do que as similares que não divulgam. Ainda, empresas com níveis mais elevados de emissões de

- CO2 (relativamente aos seus pares) pagam juros mais elevados sobre os seus empréstimos.
- d) Um recente meta-estudo, cobrindo mais de 2.000 estudos acadêmicos sobre sustentabilidade, realizado pela Deutsche Wealth and Asset Management e pela Universidade de Hamburgo, concluiu que o “*business case* para o investimento ASG está bem fundamentado” e “investir em ASG compensa financeiramente e parece ter estabilidade ao longo do tempo”.

Ainda segundo o PRI ([201?]), as abordagens para incorporação dos fatores ASG no processo de decisão se resumem em duas categorias: as que são utilizadas para escolher os ativos que irão compor a carteira de investimento (gestão de portfólio), e as que são utilizadas para influenciar os emissores dos ativos investidos para melhorarem sua performance ASG (propriedade ativa).

Na formação da carteira de investimento utilizando os critérios ASG, o investidor pode, por exemplo (AGOSTINO, 2021; AMEL-ZADEH; SERAFEIM, 2018; ANBIMA, 2020; ECCLES; KASTRAPELI; POTTER, 2017; PRI, [201?]):

- a) excluir ativos da carteira com base em determinado critério ASG, que pode ser por país, setor, companhia ou projetos (exclusão dos setores de armamento, de tabaco, por exemplo);
- b) incluir ativos que atendam critérios ASG pré-estabelecidos; o investidor escolhe os países, setores ou empresas e faz uma análise dos mais bem avaliados pelos critérios ASG entre os pares na indústria;
- c) investimento temático: o investidor escolhe ativos que contribuam para a sustentabilidade, como por exemplo, investir em projetos relacionados à tecnologia verde e energia limpa<sup>44</sup>.

O investidor também pode utilizar os critérios ASG para engajamento, interação com a empresa investida, de modo a influenciar na adoção das práticas ASG pela companhia investida (propriedade ativa). O investidor pode se engajar diretamente com os executivos da companhia, mediante o exercício de voto nas assembleias ou através de protocolo de proposta de acionistas (PRI, 2018).

Moreira (2020, p. 33-34) explica sobre a integração ASG:

---

<sup>44</sup> Na gestão de portfólio, o mercado utiliza os seguintes critérios: filtro negativo, investimento temático, *overweight/underweight* e/ou integração ASG (*best in transition*).

Para realizar o processo de integração os investidores devem:

- (i) Identificar os temas materiais das companhias as quais estão avaliando e reunir estas informações em fontes diversas (PRI, s/d; PRI, 2016; CFA INSTITUTE, 2018);
- (ii) Integrar os aspectos materiais, avaliar estes fatores e os ajustar às projeções financeiras e modelos de valor justo de mercado (*valuation*) (PRI, 2016; PRI, s/d);
- (iii) O resultado das análises será utilizado para a tomada de decisão em relação à manutenção, venda, compra aumento ou redução de peso ou a decisão de não investimento (CFA INSTITUTE, 2018) em um ativo para compor o portfólio de investimento em questão (PRI, 2016; PRI, s/d);
- (iv) Caso a gestora de ativos decida também realizar a abordagem de ativismo e engajamento, deve identificar os principais pontos que possam suportar engajamento e voto além de utilizar o resultado da estratégia de voto e engajamento como insumo para as próximas análises e decisões de investimento (PRI, 2016).

Em pesquisas realizadas sobre o tema (AGOSTINO, 2021; AMEL-ZADEH; SERAFEIM, 2018; CFA INSTITUTE, 2015; ECCLES; KASTRAPELI; POTTER, 2017; NAUM, 2018; PRZYCHODZEN *et al.*, 2016), verifica-se que os principais fatores que incentivam a adoção da análise ASG pelos investidores são:

- a) performance financeira;
- b) mitigação de riscos;
- c) promover mentalidade de longo prazo;
- d) cultivar melhores práticas de investimento;
- e) crenças pessoais;
- f) demanda dos beneficiários finais;
- g) levar mudança para as empresas;
- h) responsabilidade ética;
- i) crença de que será cada vez mais relevante.

Os mesmos estudos também apontaram as principais barreiras e desafios que desestimulam ou impedem a adoção da análise ASG pelos investidores:

- a) preocupação com a performance dos investimentos;
- b) custos com a adoção da análise ASG;
- c) preocupação com o dever fiduciário;

- d) falta de materialidade para a performance dos investimentos;
- e) informação pouco material para um portfólio diversificado;
- f) demanda insuficiente dos beneficiários finais;
- g) falta de efetividade na promoção de mudanças nas organizações;
- h) falta de padronização para mensuração de performance ASG;
- i) falta de informação de terceiros;
- j) falta de conhecimento de analistas e gestores sobre o tema ASG;
- k) falta de incentivo;
- l) falta de estrutura organizacional.

Sobre as informações ASG, Naum (2018, p. 99) aponta que:

Os Relatórios de Sustentabilidade são a principal fonte de informações quanto aos fatores ASG para os gestores de ativos. Outras fontes também são relevantes, como: Relatório Financeiro; CDP (Carbon Disclosure Project); Formulário de Referência – CVM; *due diligence* (técnica e jurídica); questionários respondidos pelas empresas; pesquisas setoriais terceirizadas; informações públicas; e fontes de mercado.

Uma das principais barreiras apontadas de forma unânime pelo mercado ainda é a falta de informação pelas empresas, ou sua qualidade, padronização e confiabilidade, visto que a divulgação das informações ASG é feita de forma voluntária pelas companhias (não há obrigação legal).

Há um expressivo crescimento no volume financeiro dos investimentos sustentáveis. Segundo o PRI (2019), é cada vez maior o número de investidores institucionais que passou a incorporar fatores ASG em suas tomadas de decisão de investimento, com o objetivo de reduzir riscos, ampliar o retorno financeiro e atender às expectativas de seus clientes e beneficiários.

Não obstante esse tema estar em debate há algum tempo no Brasil, apenas nos últimos anos os investidores institucionais têm buscado esse tipo de investimento. Entre os investidores institucionais, a demanda ainda é pequena, necessitando de iniciativas que fomentem esse movimento.

Em sua 2ª Pesquisa de Sustentabilidade (ANBIMA, 2018) feita com 110 gestores e administradores de recursos, verificou-se que 85% das gestoras e administradoras de recursos do país levam em conta ao menos um dos três aspectos ASG ao analisarem os riscos e as oportunidades de investimento (em 2016, esse percentual era de 68%). Os principais ativos avaliados pelas instituições em relação às práticas de sustentabilidade são os de renda variável (44%), seguidos por *private equity* e *venture capital*, com 42% (crescimento de 20% em relação a 2016). Os ativos de crédito privado aparecem com 34% e os de renda fixa soberana com 6%.

Não obstante o crescimento apontado, a prática ainda não abrange a totalidade dos ativos geridos pelas administradoras, o que demonstra que o mercado ainda está em processo de amadurecimento.

Farias e Barreiros (2020, p. 44) expõem que:

Em 2020, 11 (onze) empresas brasileiras passaram a integrar as novas carteiras do índice de Sustentabilidade Dow Jones (Dow Jones Sustainability Index – DJSI), que foi criado em 1999 e reúne ações de companhias do mundo todo, que adotam boas práticas de governança, sustentabilidade, responsabilidade ambiental e social. As companhias brasileiras que integram a referida lista, por sua vez, são: Klabin S.A., Banco Bradesco, Banco do Brasil, Suzano S.A., Lojas Renner, Embraer, Cemig, dentre outras.

Apesar de haver ainda algum ceticismo no mercado, pesquisas demonstram que companhias que adotam melhores práticas de sustentabilidade possuem menor volatilidade no mercado de ações, no longo prazo apresentam maior vantagem competitiva (ECCLES; IOANNOU; SERAFEIM, 2014) e oferecem riscos mais baixos (LAMEIRA *et al*, 2013).

Na sua pesquisa, Agostino (2021) aponta alguns facilitadores institucionais que poderiam superar as barreiras apontadas para as práticas ASG:

Pelos reguladores e autorreguladores:

- a) publicação de regulamentações e autorregulamentações que aumentem os requerimentos de transparência aos investidores institucionais e maior *oversight* sobre sua atuação neste tema;



- b) publicação de regulamentações ou autorregulamentações para divulgação mandatória de dados ASG pelos emissores;
- c) publicação de esclarecimentos de que o dever fiduciário demanda a incorporação de fatores de geração de longo prazo na análise de investimentos;
- d) estímulo à assinatura de códigos de *stewardship* que incluam visão de longo prazo para os investimentos e os fatores ASG.

Pelas entidades e associações de mercado:

- a) criação de fóruns de transferência de conhecimento que possibilitem a troca de conhecimento;
- b) iniciativas que tentem definir a “profissão” e os métodos aceitáveis para trabalhar no campo da análise ASG, incluindo definição de melhores práticas e criação de códigos de conduta para seus associados;
- c) ranking e prêmios para profissionais envolvidos com análise e gestão de ativos ASG;
- d) incentivo à publicação de relatórios, artigos e pesquisas;
- e) parcerias com universidades para produção de conhecimento acadêmico sobre o tema;
- f) criação e implementação de cursos formais e acadêmicos sobre o tema, bem como certificações.

### **3.3 Iniciativas sobre o tema por organismos internacionais e pelo mercado**

Diversas iniciativas têm sido adotadas por organismos internacionais e pelo mercado quanto aos investimentos sustentáveis. Abordaremos algumas delas, no interesse do presente estudo.

### **3.3.1 Os princípios para o investimento responsável (PRI)**

Os Princípios para o Investimento Responsável (*Principles for Responsible Investment*)<sup>45</sup>, lançados em abril de 2006 na Bolsa de Valores de Nova York e conhecido como PRI, é uma iniciativa de investidores<sup>46</sup> em parceria com a Iniciativa Financeira do Programa da ONU para o Meio-Ambiente (UNEP FI) e o Pacto Global da ONU. Seu objetivo é compreender as implicações do investimento sobre temas ambientais, sociais e de governança, além de oferecer suporte para os signatários na integração desses temas em suas decisões de investimento e propriedade de ativos. Complementam o Pacto Global da ONU (PRI, 2019).

O PRI define o investimento responsável como uma estratégia e prática para incorporar fatores ambientais, sociais e de governança (ASG) nas decisões de investimento e na gestão dos ativos. Ao assinar os Princípios, os investidores, dentro de suas responsabilidades fiduciárias, se comprometem publicamente a adotá-los e implementá-los.

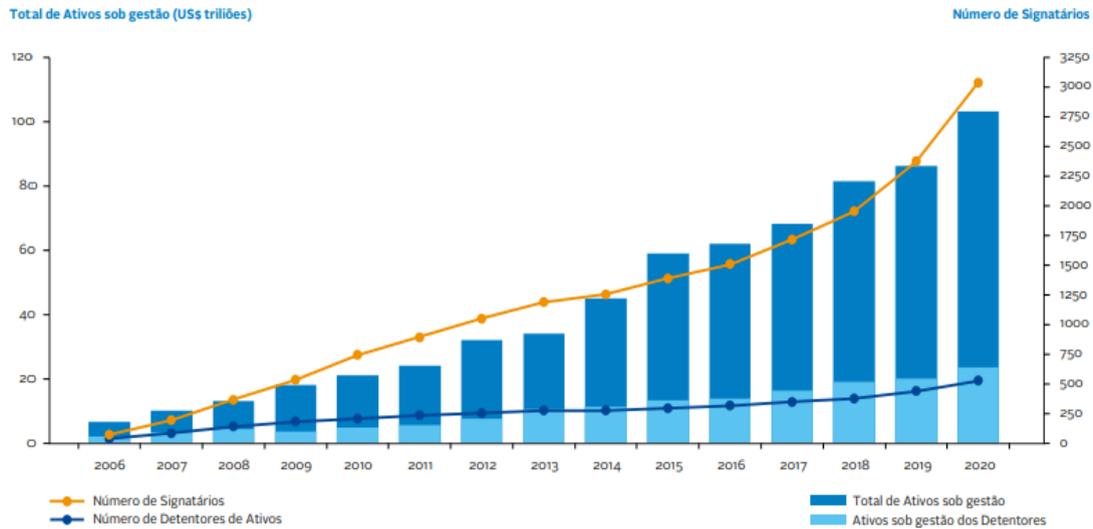
Desde sua formação, vem crescendo o número de investidores que aderem ao PRI – em 2020 contava com mais de 3000 signatários no mundo:

---

<sup>45</sup> O *Principles for Responsible Investment* é uma rede internacional de investidores apoiada pelas Nações Unidas que trabalha em conjunto para implementar seus seis princípios. Atua como uma espécie de Associação, financiada principalmente por meio de uma taxa anual de adesão a ser paga por todos os signatários. O financiamento adicional vem de doações de governos, fundações e outras organizações internacionais. O patrocínio corporativo e o apoio em espécie são procurados para eventos e projetos autônomos, como a conferência anual PRI e grandes publicações e projetos.

<sup>46</sup> Representantes dos 20 maiores investidores institucionais do mundo.

**Gráfico 16:** Quantidade de signatários do PRI e ativos sob gestão.



Fonte: PRI (2019, p. 5).

Esse crescimento se deve ao fato de que os investidores reconhecem que as questões ASG são importantes financeiramente e a integração desses temas são parte do compromisso fiduciário do investidor com seus clientes, beneficiários e com sociedade. Há uma crescente preocupação com o impacto no desempenho da companhia investida, no retorno do investimento e no comportamento do mercado em se pensar somente no curto prazo.

Os Princípios são voluntários, servem como objetivos a serem alcançados pelos seus signatários e oferecem ações possíveis para a incorporação das questões ASG. São eles (PRI, 2019):

**Tabela 14:** Princípios do PRI

Princípio	Ações Possíveis
<p><b>Princípio 1:</b></p> <p><b>Incorporar temas ASG às análises de investimento e aos processos de tomada de decisão</b></p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Abordar temas ASG nas políticas de investimento;</li> <li>2. Apoiar o desenvolvimento de ferramentas, métricas e análises relacionadas aos temas ASG;</li> <li>3. Avaliar a capacidade dos gestores internos e/ou externos de investimento para incorporar temas ASG;</li> <li>4. Solicitar que prestadores de serviços de investimento (tais como analistas financeiros, consultores, corretores, agências de pesquisa, agências de</li> </ol>

	<p>classificação) integrem fatores ASG como evolução da pesquisa e análise;</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>5. Encorajar pesquisas acadêmicas e outras sobre este tema;</li> <li>6. Promover treinamento em ASG para profissionais de investimento.</li> </ol>
<p><b>Princípio 2:</b></p> <p><b>Ser proativos e incorporar os temas ASG às políticas e práticas de propriedade de ativos</b></p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Desenvolver e divulgar uma política ativa de propriedade de ativos alinhada aos Princípios;</li> <li>2. Exercer o direito a voto ou monitorar o cumprimento da política de votação (caso seja terceirizada);</li> <li>3. Desenvolver a capacidade de engajamento (diretamente ou por meio de terceirização);</li> <li>4. Participar do desenvolvimento de políticas, regulamentações e definição de padrões (tais como promover e proteger os direitos dos acionistas);</li> <li>5. Arquivar as deliberações dos Acionistas seguindo as orientações de longo prazo em ASG;</li> <li>6. Criar engajamento com as companhias no que se refere aos temas ASG;</li> <li>7. Participar de iniciativas colaborativas de engajamento;</li> <li>8. Solicitar que os gestores de investimentos se dediquem ao engajamento e ao relato de temas ASG.</li> </ol>
<p><b>Princípio 3:</b></p> <p><b>Buscar fazer com que as entidades nas quais investem divulguem suas ações relacionadas aos temas ASG</b></p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Solicitar relatórios padronizados sobre temas ESG (utilizando ferramentas como o <i>Global Reporting Initiative</i>);</li> <li>2. Solicitar que os temas ASG sejam integrados aos relatórios financeiros anuais;</li> <li>3. Solicitar informações para as companhias sobre a adoção de/aderência a normas, padrões, códigos de conduta ou iniciativas internacionais relacionadas ao tema (como o Pacto Global da ONU);</li> <li>4. Apoiar as iniciativas e deliberações dos acionistas que promovam a divulgação de temas ASG.</li> </ol>
	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Incluir os requisitos relacionados aos Princípios nas solicitações de propostas (<i>RFPs - Requests for Proposals</i>);</li> <li>2. Alinhar mandatos de investimento, procedimentos de monitoramento, indicadores de desempenho e estruturas de incentivo de acordo com os Princípios (por exemplo, garantir que os processos de gestão de</li> </ol>

<p><b>Princípio 4:</b></p> <p><b>Promover a aceitação e implementação dos Princípios dentro do setor de investimento</b></p>	<p>investimentos reflitam horizontes de tempo de longo prazo quando apropriado);</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>3. Comunicar as expectativas ESG aos prestadores de serviços de investimento;</li> <li>4. Rever os relacionamentos com prestadores de serviços que não cumpram as expectativas ESG;</li> <li>5. Apoiar o desenvolvimento de ferramentas para a integração de uma base de referência em ESG;</li> <li>6. Apoiar ações regulatórias ou políticas que permitam a implementação dos Princípios.</li> </ol>
<p><b>Princípio 5:</b></p> <p><b>Trabalhar unidos para ampliar a eficácia na implementação dos Princípios</b></p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Apoiar/participar de redes e plataformas de informação para compartilhar ferramentas e recursos conjuntos, além de utilizar os relatórios dos investidores como fonte de aprendizado;</li> <li>2. Abordar de maneira coletiva questões emergentes relevantes;</li> <li>3. Desenvolver ou apoiar iniciativas colaborativas apropriadas.</li> </ol>
<p><b>Princípio 6:</b></p> <p><b>Divulgar relatório sobre atividades e progresso da implementação dos Princípios</b></p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Divulgar a maneira como os temas ASG estão integrados às práticas de investimento;</li> <li>2. Divulgar o envolvimento ativo em questões de detenção a detenção de ativos (voto, engajamento e/ou diálogo sobre políticas);</li> <li>3. Divulgar o que é exigido dos prestadores de serviços com relação aos Princípios;</li> <li>4. Fornecer informações aos beneficiários sobre os temas ESG e os Princípios;</li> <li>5. Relatar sobre o progresso e/ou as conquistas relacionadas aos Princípios, utilizando uma abordagem de “Cumprir ou Explicar”;</li> <li>6. Buscar determinar o impacto dos Princípios;</li> <li>7. Utilizar relatórios para conscientizar um grupo maior de <i>stakeholders</i>.</li> </ol>

Fonte: PRI (2019, p. 6).

O PRI possui redes regionais para oferecer melhor apoio aos signatários, ajudando-os a coordenar o engajamento com empresas e tratar de questões regulatórias locais, além de organizar eventos regionais e ajustar os recursos do PRI para os mercados locais, para que haja um relacionamento ativo dos signatários com



o PRI. São elas: América do Norte; América do Sul; Reino Unido e Irlanda; Países Nórdicos. Europa Continental; África; Japão; Austrália e Nova Zelândia.

### **3.3.2 Recomendações da TCFD para divulgações financeiras relacionadas às mudanças climáticas e Diretrizes da Global Reporting Initiative para elaboração de relatórios de sustentabilidade**

O *Financial Stability Board* (FSB)<sup>47</sup> é um órgão internacional que tem o papel de monitorar e fazer recomendações sobre o sistema financeiro global, visando à coordenação de diversos reguladores com o objetivo de implantar políticas de regulação e supervisão relacionadas à área financeira. Seus participantes são reguladores, bancos internacionais, grupos de reguladores ou supervisores e especialistas de bancos centrais de polos financeiros relevantes.

Os principais objetivos do FSB, segundo o site da CVM (CVM, [20--]), são:

- Identificar vulnerabilidades que possam afetar o sistema financeiro e ações para contorná-las;
- Promover intercâmbios de informações entre reguladores responsáveis pela estabilidade financeira;
- Monitorar e orientar sobre desenvolvimento de mercado e suas implicações para a política regulatória;
- Recomendar e monitorar o uso de melhores práticas regulatórias;
- Participar em esforços conjuntos de revisão de políticas de seus membros a fim de assegurar que o trabalho seja tempestivo, coordenado, focado em prioridades e que esteja resolvendo eventuais falhas/omissões regulatórias;
- Definir estratégias e dar suporte a colegiados de supervisão.

São participantes do Brasil no FSB a CVM, o Banco Central do Brasil e o Ministério da Fazenda.

Uma das funções essenciais do mercado financeiro é precificar os riscos para fundamentar as decisões de alocação de capital. E um dos riscos mais significativos e mal compreendidos enfrentados atualmente pelas organizações é o risco relacionado às mudanças climáticas.

---

<sup>47</sup> Estabelecido após a cúpula do G20 em Londres, em abril de 2009 (como sucessor do Fórum de Estabilidade Financeira), cujo secretariado é sediado em Basileia (Suíça).



Nesse contexto, em dezembro de 2015 foi criada pelo FSB a Força-tarefa para Divulgações Financeiras Relacionadas às Mudanças Climáticas (TCFD, sigla em inglês)<sup>48</sup>, com o objetivo de identificar as informações necessárias para que investidores precifiquem adequadamente os riscos e oportunidades relacionados às mudanças climáticas.

É unânime entre os investidores e demais usuários que há falta de informações sobre as implicações financeiras dos aspectos relacionados às mudanças climáticas para os negócios das organizações.

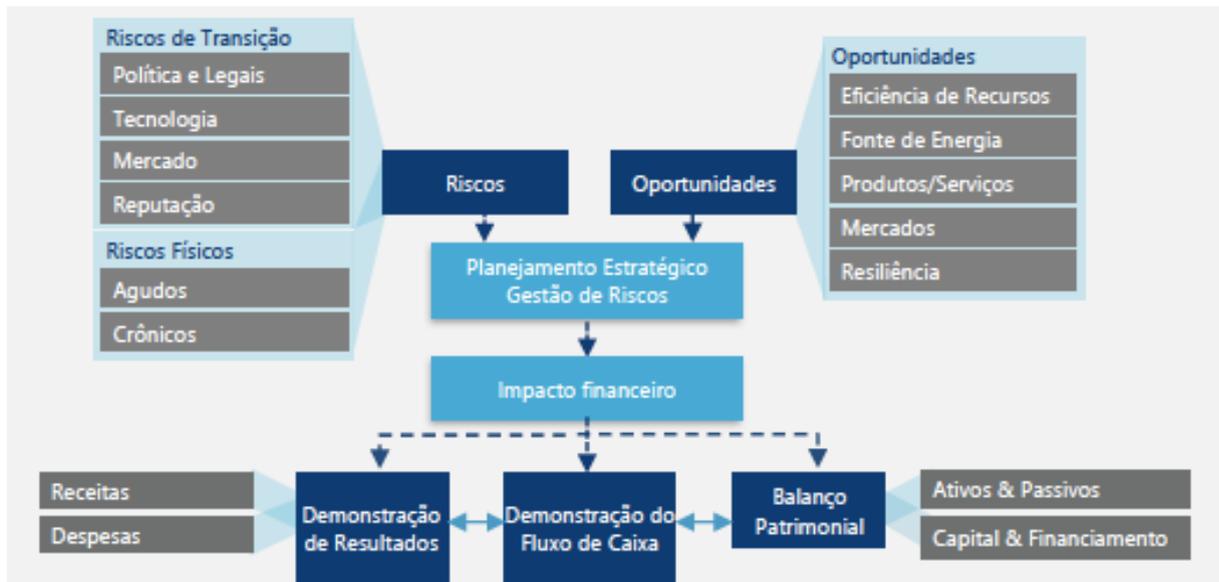
Após 18 meses de trabalho, em junho de 2017, a Força-tarefa publicou seu relatório final “Recomendações da Força-Tarefa para Divulgações Financeiras Relacionadas às Mudanças Climáticas” (FINANCIAL STABILITY BOARD, 2017).

Segundo o Relatório, um estudo realizado em 2015 estimou que as mudanças climáticas podem gerar valor em risco para o estoque global total de ativos gerenciáveis entre US\$ 4,2 trilhões e US\$ 43 trilhões, até o final do século. Por outro lado, estima-se que a transição para uma economia de baixo carbono pode exigir cerca de US\$ 1 trilhão em investimentos por ano, ou seja, oportunidades para os investidores. Os riscos, oportunidades e impactos financeiros relacionados às mudanças climáticas apurados pela TCFD são apresentados nos Apêndices A, B e C e podem ser assim demonstrados:

---

<sup>48</sup> A Força-tarefa tem 32 membros e é global, composta por pessoas de várias organizações, como grandes bancos, seguradoras, gestoras de ativos, fundos de pensão, grandes empresas não financeiras, empresas de contabilidade e agências de classificação de risco.

**Figura 4:** Riscos, oportunidades e impactos financeiros relacionados às mudanças climáticas.



Fonte: FSB (2017, p. 9).

A TCFD concluiu que há necessidade de um protocolo de divulgações financeiras padronizado relacionado às mudanças climáticas, sendo que um elemento importante desse protocolo é a categorização consistente de riscos e oportunidades relacionados às mudanças climáticas. Segundo a TCFD, suas recomendações servem para incentivar as organizações a avaliar e divulgar, como parte de seus processos de preparação e divulgação dos relatórios financeiros anuais, os riscos e oportunidades relacionados às mudanças climáticas que são mais pertinentes aos seus negócios.

As recomendações foram estruturadas em torno de quatro temáticas que representam elementos centrais das operações das companhias – governança, estratégia, gestão de riscos e métricas e metas – e são detalhadas no Apêndice D.

Com esse trabalho, espera-se que as organizações adotem as recomendações, pois a análise dos riscos decorrentes das mudanças climáticas é importante para melhorar a divulgação das informações financeiras que sejam úteis para a tomada de decisões.

Em outubro de 2021, a TCFD publicou seu relatório anual em que descreve o alinhamento dos relatórios das empresas com as Recomendações da TCFD. Foi constatado que os Governos em todo o mundo começaram a utilizar as

Recomendações como base para estabelecer os requisitos de relatórios relacionados ao clima. Também foi constatado que 83 das 100 maiores empresas do mundo apoiam ou relatam de acordo com as recomendações TCFD<sup>49</sup> (FINANCIAL STABILITY BOARD, 2021).

Outra padronização para elaboração de relatórios pelas companhias foi elaborada pela *Global Reporting Initiative* (GRI), uma organização internacional com sede em Amsterdã (Holanda) que ajuda empresas, governos e outras instituições a compreender e comunicar o impacto dos negócios em questões críticas de sustentabilidade, como por exemplo, mudanças climáticas, direitos humanos e problemas de corrupção (GLOBAL REPORTING INITIATIVE, 2021).

As diretrizes da GRI para elaboração dos relatórios de sustentabilidade ajudam a identificar os impactos das operações da organização sobre o meio ambiente, economia e sociedade civil. O objetivo é apontar informações confiáveis, relevantes e padronizadas para que a empresa avalie oportunidades e riscos a partir desses impactos e tome decisões mais embasadas sobre o assunto.

Sabemos que apenas informar suas iniciativas sobre sustentabilidade corporativa não é suficiente, pois “como” e “o que” informar podem variar de empresa para empresa. É necessário que haja uma padronização, razão das diretrizes GRI – essas diretrizes padronizam as informações contidas nos relatórios que informam sobre sustentabilidade, permitindo que tais informações sejam reunidas de forma mais compreensível e comparável pelos seus destinatários (como os investidores), elevando o grau de transparência e consistência para tornar as informações úteis e confiáveis. Essas diretrizes podem ser adotadas por empresas de todos os tamanhos, tipos e setores do mercado.

---

<sup>49</sup> Pela primeira vez, mais de 50% das empresas examinadas divulgaram seus riscos e oportunidades relacionadas ao clima, crescimento impulsionado por normas de várias jurisdições, bem como pelo apoio de investidores, definidores de padrões internacionais e reguladores para TCFD.

### **3.3.3 Iniciativas do mercado**

Dentre as inúmeras iniciativas do mercado sobre sustentabilidade, podemos citar o CDP (*Carbon Disclosure Program*), organização internacional sem fins lucrativos, que mede o impacto ambiental de empresas e governos de todo o mundo. Seu objetivo é funcionar como um banco de dados corporativo para empresas e cidades, medindo, divulgando, gerenciando e compartilhando informações ambientais relacionadas às mudanças do clima e outros aspectos da gestão sustentável, operando um sistema de divulgação global.

Em 2020, o CDP América Latina (escritório regional do CDP Global) lançou o Índice CDP Brasil – Resiliência Climática (ICDPR-70), com o objetivo de mensurar o desempenho dos papéis de empresas listadas na Bolsa e com práticas diferenciadas em gestão climática, alinhado às tendências globais e recomendações de acordos internacionais.

A Bolsa de Valores também é pioneira na questão da sustentabilidade. Para incentivar as práticas ASG e auxiliar os investidores, em 2005, a B3 criou o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3), iniciativa pioneira na América Latina e quarto índice de sustentabilidade no mundo. O ISE B3 é o resultado de uma carteira teórica de ativos e seu objetivo é ser o indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de empresas selecionadas pelo seu reconhecido comprometimento com a sustentabilidade empresarial, de modo a apoiar os investidores na tomada de decisão de investimento e induzir as empresas a adotarem as melhores práticas de sustentabilidade (B3, c2019).

Provedores de serviços têm divulgado *rating* e *rankings* também para incentivar os investimentos considerando os fatores ASG. Desde 2010, a Bloomberg passou a integrar dados ASG aos seus terminais e em 2016 mais de 100 agências de *rating* já estavam fornecendo dados e informações ASG globalmente (AGOSTINO, 2021).

Há também o Registro Público de Emissões – RPE, plataforma pioneira no país para divulgação de forma rápida, transparente e simples dos inventários corporativos de emissões de gases de efeito estufa (GEE) das organizações participantes do Programa

Brasileiro GHG Protocol<sup>50</sup>. A área pública do RPE permite o acesso aos dados dos inventários publicados pelas organizações a todo tipo de público de interesse, servindo de ferramenta para o investidor e para a elaboração de políticas públicas coerentes para comunicação das informações de GEE (FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS, c2022).

O IPC – Investidores pelo Clima é uma iniciativa da SITAWI Finanças do Bem<sup>51</sup>, com apoio do Instituto Clima e Sociedade (iCS), através de seu Programa Economia Zero Emissões. O objetivo é engajar e capacitar investidores nacionais para que busquem contribuir com as metas assumidas no Acordo de Paris e realizem descarbonização de portfólios, enquanto buscam retornos melhor ajustados ao risco (SITAWI FINANÇAS DO BEM, [201?]).

A Climate Action 100+, formada na esteira do Acordo de Paris de 2015, é uma iniciativa liderada por investidores para garantir que os maiores emissores corporativos de gases de efeito estufa tomem as medidas necessárias sobre as mudanças climáticas. Seu trabalho se concentra em 167 empresas que são críticas para a transição de emissões líquidas zero. Os investidores são responsáveis por impulsionar o engajamento e desenvolver e implementar estratégias de engajamento específicas da empresa. Eles são apoiados no processo por cinco redes de investidores que cofundaram a iniciativa e por especialistas técnicos (CLIMATE ACTION 100+, c2022).

Em 2016, a Associação Brasileira dos Investidores no Mercado de Capitais (Amec)<sup>52</sup> lançou o Código de *Stewardship* de investimento responsável, com o objetivo

---

<sup>50</sup> GHG Protocol é um pacote de padrões, orientações, ferramentas e treinamentos para que empresas e governos mensurem e gerenciem as emissões antropogênicas responsáveis pelo aquecimento global. Foi criado por uma parceria entre o World Resource Institute (WRI) e o World Business Council for Sustainable Development (WBCSD). Abrange padrões de contabilização de emissões e remoções de gases de efeito estufa (GEE) para cidades, setor corporativo, cadeia de valor, agropecuária, ciclo de vida do produto, entre outros. Os protocolos são, em sua maioria, desenvolvidos de forma abrangente e adaptados em diversos países para melhor atender a cada realidade. (WORLD RESOURCE INSTITUTE, [20--]).

<sup>51</sup> A SITAWI é uma organização brasileira que mobiliza capital para impacto socioambiental positivo, fundada em 2008. Desenvolve soluções financeiras para impacto social e assessora o setor financeiro a incorporar questões socioambientais na estratégia, gestão de riscos e avaliação de investimentos (ABRAPP, 2017).

<sup>52</sup> A Amec foi criada em outubro de 2006 por uma iniciativa de investidores institucionais, com o objetivo de defender os direitos dos acionistas minoritários e estimular o desenvolvimento do mercado brasileiro de ações. Atualmente é um dos principais fóruns de discussões entre

de promover senso de propriedade entre os investidores institucionais e criar padrões de engajamento responsável, transparência e prestação de contas adequada (NAUM, 2018). O Código reúne um conjunto de princípios e orientações sobre a melhor forma de atender a esse dever fiduciário.

O desenvolvimento de atividades de *stewardship* por investidores institucionais promove a adoção de boas práticas de governança corporativa e cria valor para as companhias, pois investidores mais ativos leva as empresas a ter processos mais estruturados de gestão dos seus negócios e de mitigação dos seus diversos riscos<sup>53</sup>. O Código é de adesão voluntária e adota sete princípios (AMEC, 2016):

Princípio 1. Implementar e divulgar programa de *stewardship*;

Princípio 2. Implementar e divulgar mecanismos de administração de conflitos de interesses;

Princípio 3. Considerar aspectos ASG nos seus processos de investimento e atividades de *stewardship*;

Princípio 4. Monitorar os emissores de valores mobiliários investidos;

Princípio 5. Ser ativos e diligentes no exercício dos seus direitos de voto;

Princípio 6. Definir critérios de engajamento coletivo.

Princípio 7. Dar transparência às suas atividades de *stewardship*.

Feito o estudo do tema sustentabilidade no âmbito do mercado financeiro e produtivo, no próximo capítulo serão analisadas as iniciativas sobre o tema no âmbito do sistema de previdência complementar, bem como será verificado se os Fundos adotam os fatores ASG na análise dos seus investimentos e quais seriam as principais barreiras para a não adoção.

---

investidores institucionais a respeito de práticas de governança corporativa e direitos dos investidores em companhias brasileiras. Reúne cerca de 60 investidores institucionais, nacionais e estrangeiros, que juntos representam cerca de R\$ 700 bilhões em investimentos. Sua missão é defender os direitos dos acionistas minoritários de companhias abertas brasileiras, tendo como base a promoção de boas práticas de governança corporativa e a criação de valor para as empresas. Entre os fundos de pensão que fazem parte da Amec, podemos citar a Petros, a Fapes e a Real Grandeza, além de outros investidores relevantes, como a BNDESPAR, BBTVM, Bradesco Asset Management, Itau Asset Management, BTG Pactual, Alaska Asset Management, Fator, Opportunity, UBS, XP Gestão de Recursos, dentre outros.

<sup>53</sup> Já existem códigos de *stewardship* em pelo menos 11 países, sendo o do Reino Unido, lançado em 2012 (*The UK Stewardship Code*, FRC – *Financial Reporting Council*), o mais avançado em termos de divulgação e aderência, com 300 signatários (AMEC, 2016).

## CAPÍTULO 4

### FUNDOS DE PENSÃO COMO FINANCIADORES DO DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL

#### 4.1 Iniciativas sobre sustentabilidade no âmbito do sistema de previdência complementar fechada

O desenvolvimento sustentável é uma preocupação inerente à sociedade, cada vez mais atenta à preservação ambiental, à redução das desigualdades sociais e ao respeito dos direitos humanos. As EFPC são importantes *players* do mercado produtivo e financeiro, reconhecem o impacto de seus investimentos na sociedade e assumem compromissos para contribuir com o desenvolvimento sustentável.

Os Fundos de Pensão têm ciência que o reconhecimento dos aspectos ASG tem ganhado destaque em discussões em organizações no Brasil e no mundo. Esse movimento pode trazer oportunidades como a possibilidade de crescimento responsável, visibilidade junto aos *stakeholders*, confiança dos participantes e assistidos, cumprimento do dever fiduciário e fortalecimento da imagem da entidade.

Os principais Fundos de Pensão são signatários do PRI – os Fundos que aderiram ao PRI totalizam cerca de R\$ 631 bilhões em investimentos, o que representa cerca de 62% de todo o sistema.

**Tabela 15:** EFPC signatárias do PRI.

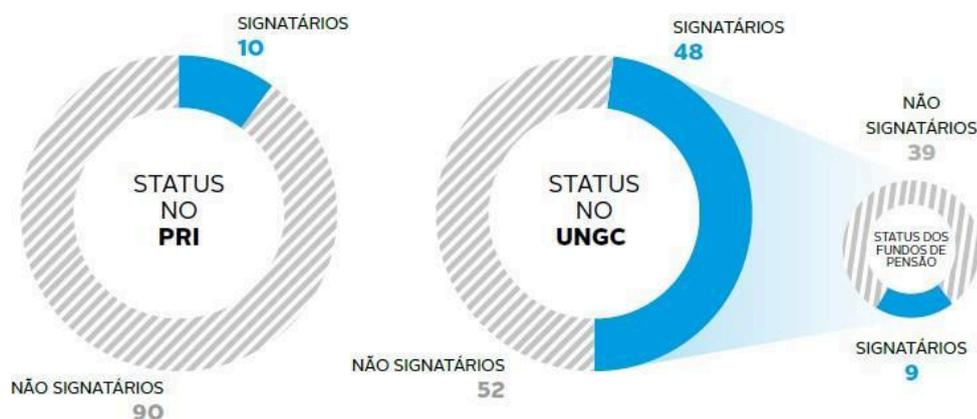
<b>EFPC signatárias do PRI</b>	<b>Investimento (mil) R\$</b>
PREVI - Caixa de Previdência dos Funcionários dos Funcionário do Banco do Brasil	234.732.857
PETROS – Fundação Petrobrás de Seguridade Social	97.299.969
FUNCEF – Fundação dos Economistas Federais	81.369.606
Vivest (antiga Fundação CESP)	34.194.438
Fundação Itaú Unibanco	29.571.063
BANESPREV – Fundo Banespa de Seguridade Social	27.490.608
VALIA – Fundação Vale do Rio Doce de Seguridade Social	25.299.833
SISTEL – Fundação Sistel de Seguridade Social	19.996.332

REAL GRANDEZA – Fundação de Previdência e Assistência Social	18.278.779
FORLUZ – Fundação Forluminas de Seguridade Social	17.435.547
FAPES Fundação de Assistência e Previdência Social do BNDES	14.807.582
Fundação Atlântico de Seguridade Social	11.170.447
ECONOMUS - Instituto de Seguridade Social	7.641.899
CENTRUS – Fundação Banco Central de Previdência Privada	6.395.000
INFRAPREV – Instituto Infraero de Seguridade Social	3.779.765
FAELBA - Fundação Coelba de Previdência Complementar	1.910.524 <sup>54</sup>

**Fonte:** ABRAPP (2020) e SIGNATORY (2021), elaborado pela autora.

Em termos globais, as práticas de sustentabilidade ainda são pouco exploradas pelos fundos de pensão de uma forma geral, o que significa que há uma grande janela de oportunidade. Os fundos de pensão com patrocinadores privados continuam pouco representativos entre os grupos de investidores que incorporam as questões ASG na tomada de decisões de investimento, quando comparados com os fundos de pensão públicos e fundos patrimoniais<sup>55</sup>.

Dos Fundos de Pensão signatários do PRI, 58% indicam que utilizam os 10 Princípios do Pacto Global como base para criação de suas políticas de investimento. O Pacto Global das Nações Unidas vê enorme potencial em trabalhar com o PRI para incentivar que mais EFPC implementem as práticas de investimento responsável (PRI, 2017). Foi apurado pelo PRI (PRI, 2017) os seguintes dados:



Fonte: PRI (2017).

<sup>54</sup> Referência dez. 2019, pois não há Relatório de 2020 publicado pela Fundação.

<sup>55</sup> Segundo o PRI, enquanto quase 50% das maiores empresas do mundo são signatárias do Pacto Global, apenas 10% de seus fundos de pensão são signatários do PRI (PRI, 2017).

A adesão ao PRI e a incorporação de práticas ASG pelos Fundos de Pensão, além de impulsionar a credibilidade dos patrocinadores, pode melhorar o desempenho da sua carteira de investimentos a longo prazo, uma vez que a incorporação de fatores ASG pode gerar menor volatilidade e maiores retornos ajustados ao risco, menor probabilidade de perdas relevantes durante períodos de estresse no mercado e melhor alocação estratégica dos ativos (PRI, 2017).

O PRI (2017, p. 12) sugere alguns “passos” para o Fundo de Pensão se tornar mais sustentável:

- a) iniciar conversas dentro de seus órgãos de gestão e com o patrocinador corporativo sobre investimento responsável e sua relevância para os objetivos do fundo de pensão e da companhia;
- b) adotar, como parte de seu cronograma anual de comunicação, solicitação de feedback aos beneficiários sobre seu posicionamento em relação ao investimento responsável;
- c) iniciar conversas com prestadores de serviços, tais como consultores de investimento e gestores de investimentos, sobre suas abordagens em relação à integração ASG e investimento responsável dentro do rol de serviços;
- d) acessar materiais e treinamento para elevar o nível de conscientização sobre a integração ASG e investimento responsável pelas instâncias de gestão do fundo de pensão;
- e) tornar-se signatário do PRI.

Atenta ao crescimento do tema de sustentabilidade entre as EFPC, e ao fato de que os aspectos sociais e ambientais trazem oportunidades e riscos aos investimentos, a Abrapp também tem se tornado importante mobilizadora dos Fundos nesse tema.

Já em 2004, lançou os Onze Princípios Básicos de Responsabilidade Social para as EFPC, visando disseminar práticas de Responsabilidade Social Empresarial (RSE) para investimentos. Em 2006, aderiu ao PRI, em 2007, aderiu ao *Carbon Disclosure Project* (CDP) e editou o primeiro Relatório Social e em 2008 criou a então Comissão Técnica Nacional de Sustentabilidade. Atualmente possui um Comitê de Sustentabilidade<sup>56</sup>.

---

<sup>56</sup> O Comitê possui as seguintes funções: (a) propor à Diretoria Integrada do Sistema ações voltadas para o desenvolvimento e aperfeiçoamento de questões relacionadas a Responsabilidade Social e da Sustentabilidade; (b) coordenar os projetos existentes referentes a Responsabilidade Social e da Sustentabilidade dentre os quais o *CDP – Carbon Disclosure Project*, PRI – Princípios para o Investimento Responsável, Relatório Social e outros que venham a ser definidos pela Diretoria ou pelo próprio comitê; (c) conduzir estudos, trabalhos, textos e ações de apoio à Abrapp e às suas

A Abrapp realiza diversos eventos sobre o tema, apoia projetos e aborda o assunto em diversas publicações (livros e revistas que disponibiliza em sua Biblioteca Virtual no seu site). Em 2012, a Abrapp elaborou a cartilha “Elaboração de Relatórios de Sustentabilidade para EFPCs” (ABRAPP, 2012), a qual adota o *Global Reporting Initiative* (GRI) como modelo para a elaboração de relatórios de sustentabilidade pelas Entidades.

Em 2014, editou o Guia de Melhores Práticas em Sustentabilidade, que aborda, dentre diversas questões, a adoção dos critérios ASG nas análises de investimentos para todas as classes de ativos, visa estimular investimentos em produtos com adicionalidades socioambientais (como por exemplo, FIPs temáticos, como energias renováveis), e o desenvolvimento de iniciativas relacionadas à implantação de práticas ambientalmente e socialmente sustentáveis. Também prevê como meta a promoção do diálogo e engajamento das partes interessadas - patrocinadores, instituidores, participantes, assistidos, Governo, sociedade e outros públicos que impactam ou são impactados pelas ações do setor (ABRAPP, 2014).

Em 2017, a Abrapp publicou o Guia da EFPC responsável – Seleção e Monitoramento de Gestor Terceirizado com critérios ASG. O Guia tem como objetivo fornecer diretrizes e ferramentas para auxiliar as EFPC na evolução das práticas de investimento responsável, em especial, na avaliação da capacidade do gestor terceirizado em integrar aspectos ASG na gestão de investimentos (ABRAPP, 2017).

Referido Guia (ABRAPP, 2017) destaca que a prática ASG ainda precisa evoluir no Brasil, principalmente no contexto das EFPC. Cita pesquisa elaborada pela SITAWI denominada “Investimento Responsável no Brasil 2016: Incorporação ASG dos fundos de pensão”, na qual foi constatado que a maioria das grandes entidades brasileiras mencionam questões ASG em suas políticas (100% dos 25 maiores fundos e 78% entre

---

associadas voltados para a Responsabilidade Social e Sustentabilidade; (d) fomentar a implementação nas associadas das melhores práticas de RSE, por meio da sensibilização e do treinamento de conselheiros, dirigentes e profissionais. Fonte: <https://www.abrapp.org.br/abrapp/sustentabilidade/>.

os 50 maiores), como resultado da Resolução CMN nº 3792/2009<sup>57</sup>. Não obstante, a análise dessas políticas demonstra que, em sua maioria, são aspiracionais ou básicas.

Em 2019, a Abrapp lançou o Guia Prático para Integração ASG na Avaliação de Gestores (ABRAPP, 2019), com o objetivo de fornecer diretrizes e ferramentas para apoiar as EFPC na evolução de suas práticas de investimento responsável, em especial, na avaliação da capacidade do gestor terceirizado em integrar aspectos ASG na gestão de investimentos.

As entidades têm aderido à autorregulação. São signatárias do Código *Stewardship* de investimento responsável da Amec (lançado em 2016) a Previ, a Petros e a Funcef como fundos de pensão (ao lado de outros grandes investidores institucionais tais como BNDESPAR, BBDTVM, Itaú Asset Management, Santander Asset Management, Brasil Capital, JGP).

Em seu estudo, Rabelo (2015, p. 63) conclui que:

É indubitável que a preocupação com os investimentos socialmente responsáveis está presente nas estratégias dos Fundos de Pensão brasileiros, particularmente nos maiores. Esta preocupação encontra amparo na principal organização que congrega estas entidades – a ABRAPP – e é reconhecida como legítima pelos órgãos governamentais responsáveis pelas políticas públicas e pela supervisão da Previdência Complementar Fechada.

Green (2019) lembra a importância do engajamento em critérios ASG pelos Fundos de Pensão nas companhias investidas, pois podem produzir um impacto real nas companhias, melhorando, inclusive, seu desempenho.

Corazza (2020, p. 29) entende que “grandes investidores deixam de priorizar apenas a governança para se preocuparem cada vez mais com questões sociais e ambientais”, sendo que o tema da sustentabilidade nos investimentos vive um *boom* desde 2019, decorrente da pressão da sociedade e da maior atenção da mídia ao tema, expondo as empresas a riscos.

---

<sup>57</sup> A partir dessa Resolução passou a ser exigido na política de investimento de cada plano a informação sobre a observância ou não de princípios de responsabilidade socioambiental.

Rabelo (2015, p. 64) observa que os Fundos de Pensão estão “se munindo de instrumentos mais sofisticados para monitorar os desempenhos socioambiental das empresas investidas”.

O CDP fornece importante ferramenta para divulgação de informações. Segundo a Abrapp (2017), os Fundos de Pensão encontram no sistema do CDP informação comparável e consistente com dados de mais de 6000 empresas de todo o mundo, o que pode auxiliá-los a integrarem riscos ambientais nas suas análises de investimento e avaliarem a exposição de suas carteiras a riscos sistêmicos como os apresentados pelas mudanças climáticas.

## **4.2 Relatório da Abrapp sobre sustentabilidade nas EFPC e Relatório ASG Previc**

Com o objetivo de mapear os Fundos e analisar como eles têm trabalhado as questões ASG, foram realizados dois relevantes estudos em 2020 e 2021, um pela Abrapp e outro pela Previc, expostos a seguir.

### **4.2.1 Relatório da Abrapp sobre Sustentabilidade nas EFPC**

Em setembro de 2021, a Abrapp publicou a 2ª edição do Relatório de Sustentabilidade das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP, 2021b), resultado do mapeamento do desempenho e das formas de gestão sobre os aspectos ASG das 57 EFPC participantes, que representam 72,7% do total do patrimônio das EFPC associadas à Abrapp.

Para a realização da análise, a Abrapp contou com a parceria da SITAWI Finanças do Bem e com o escritório regional *Global Reporting Initiative* no Brasil. A pesquisa foi realizada mediante disponibilização de consulta a todas as suas associadas, respondidas de forma voluntária. Foram produzidos relatórios pelas próprias EFPC com informações de 2020.

O estudo foi organizado em duas dimensões: Investimento Responsável e Gestão Responsável. Com relação ao Investimento Responsável – tema de interesse

do presente trabalho – foram avaliados: integração ASG na gestão de investimentos, gestão de riscos e capacidade de impulsionar a transição para a economia verde.

As EFPC foram divididas em três grupos:

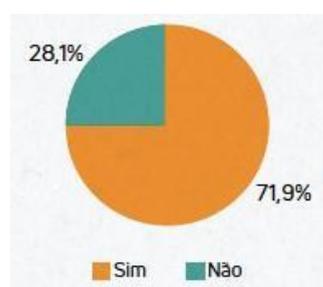
- a) Grande Porte: investimentos acima de R\$ 10 bilhões (11 entidades);
- b) Médio Porte: investimentos entre R\$ 2 bilhões e R\$ 10 bilhões (25 entidades);
- c) Pequeno Porte: investimentos de até R\$ 2 bilhões (21 entidades).

Além de refletir a atual situação dos Fundos de Pensão nas questões de sustentabilidade, o Relatório objetivou a autoavaliação pelas Entidades, com o intuito de trazer à tona os temas que requerem maior atenção por parte dos Fundos e encorajar discussões de modo a tornar uma prática padrão.

Abaixo trazemos os principais números sobre investimentos responsáveis expostos no referido Relatório. Como critério metodológico para o presente item (páginas 112 a 119), para simplificar as referências, adotou-se por fazer a indicação inicial do referido documento (ABRAPP, 2021b).

#### **a) Integração ASG na gestão de investimentos**

Questionado se a EFPC possui abordagem de investimento responsável formalizada, 71,9% das EFPC responderam que sim:



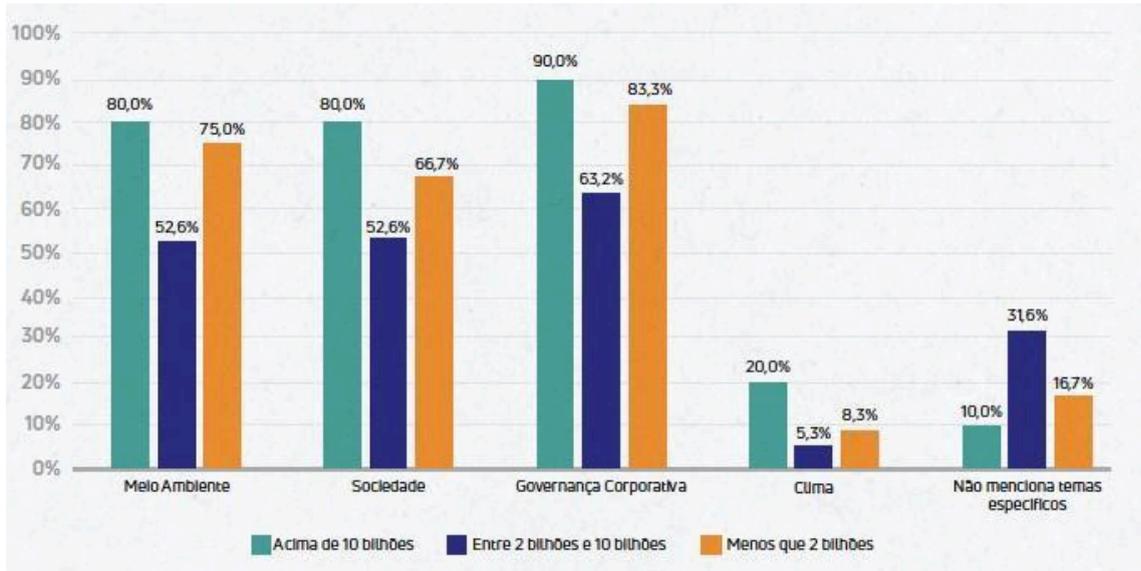


Verificando com um olhar crítico, observa-se que na maior parte dos casos tal abordagem é apresentada como parte de documento que trata sobre a política de investimentos, sendo que apenas 9,1% das Entidades apresentam abordagem em documento específico sobre o tema.

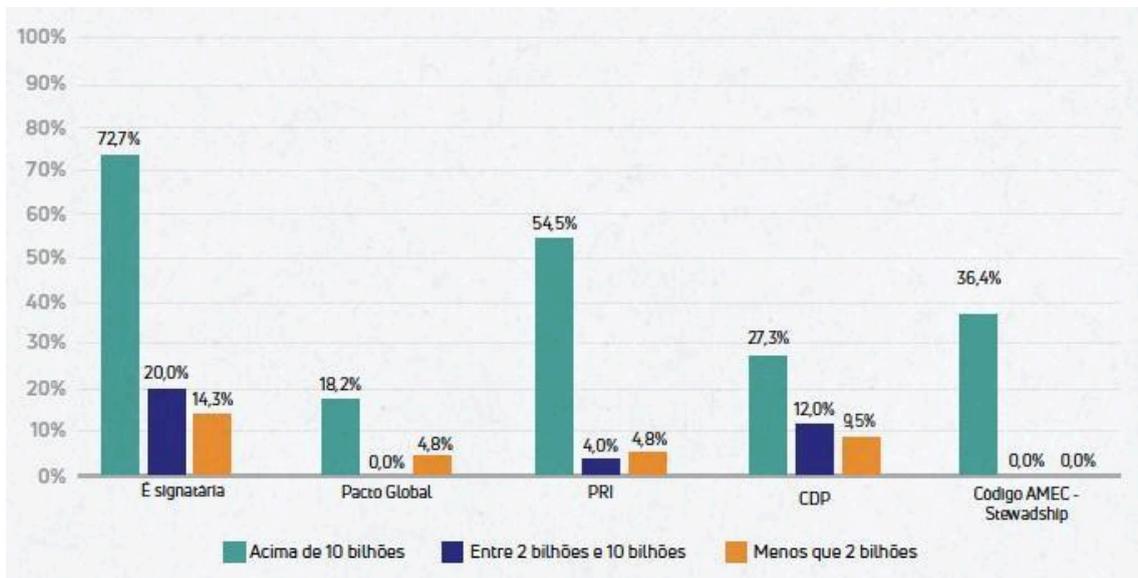
Os temas mais tratados nos documentos, por ordem de recorrência, foram: governança, meio ambiente e sociedade. O tema governança tem uma maior atenção em razão dos eventos negativos do passado. Entretanto, os temas meio ambiente e sociedade assumiram relevância nas Entidades nos últimos anos, especialmente em 2020 com o advento da pandemia por Covid-19.

O tema clima teve pouca recorrência entre as respostas, o que demonstra que os investidores precisam compreender que o clima terá cada vez mais impacto na economia e nos mercados financeiros, é preciso entender como os riscos decorrentes das alterações climáticas afetam as companhias investidas<sup>58</sup>. Abaixo, os temas abordados nos documentos que formalizam a abordagem de Investimento Responsável.

<sup>58</sup> O que demonstra a importância do estudo realizado pela TCFD e das Recomendações da Força-Tarefa para Divulgações Financeiras Relacionadas às Mudanças Climáticas (FBS, 2017).



Sobre o engajamento dos Fundos por meio de participações em iniciativas que promovem investimento responsável ou desenvolvimento responsável, 72,7% da Entidades são signatárias de alguma iniciativa:



Quanto à estrutura destinada à análise de investimentos, foi identificado que apenas 5 das 57 Entidades possuem equipe dedicada aos aspectos ASG, todas de Grande Porte.

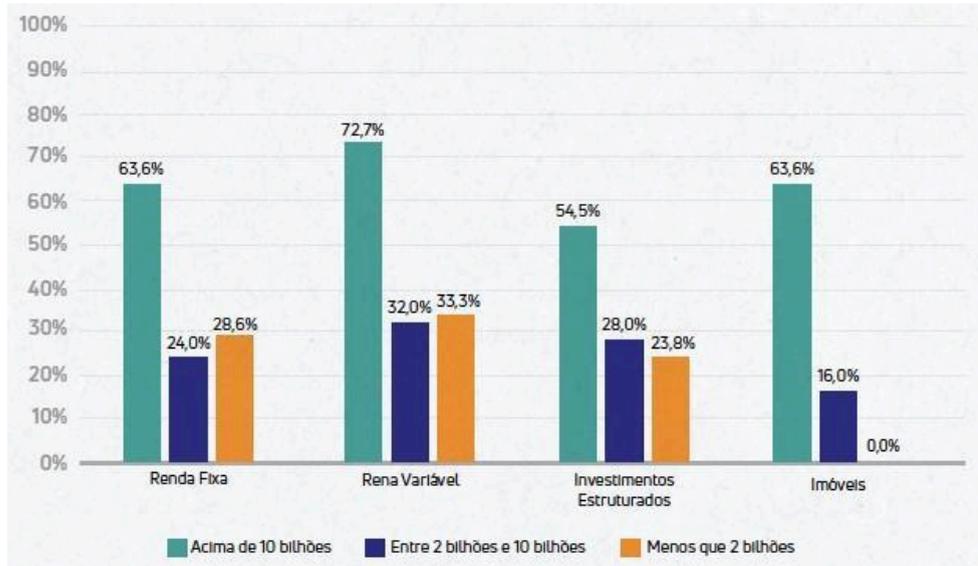
Relativamente à introdução dos critérios ASG aos processos de análise, avaliação e monitoramento de investimentos, foi verificado que dentre as abordagens, a integração qualitativa é a mais utilizada:

Abordagens de IR utilizadas pelas EFPC e gestores terceirizados	EFPC com investimentos acima de 10 bilhões	EFPC com investimentos entre 2 e 10 bilhões	EFPC com investimentos menores que 2 bilhões
Filtro negativo	27,3%	5,0%	5,4%
Filtro positivo	18,2%	9,0%	5,4%
Propriedade ativa/ <i>Stewardship</i>	27,3%	4,5%	7,7%
Integração ASG qualitativa	56,8%	24,0%	16,1%
Integração ASG quantitativa	17,0%	8,0%	7,7%

Quanto aos temas, a Governança Corporativa é o critério mais analisado pelas Entidades, independente do seu tamanho:

Temas considerados na análise pelas EFPC e gestores terceirizados	EFPC com investimentos acima de 10 bilhões	EFPC com investimentos entre 2 e 10 bilhões	EFPC com investimentos menores que 2 bilhões
Meio Ambiente	51,1%	13,5%	19,0%
Sociedade	48,9%	16,5%	17,9%
Governança Corporativa	53,4%	24,0%	20,2%
Clima	29,5%	5,5%	3,0%
Não considera temas específicos	10,2%	15,5%	12,5%

Foi identificado que a maior parte dos ativos com análise ASG é de renda variável, sendo que para as Entidades de Grande Porte, os ativos de renda variável, renda fixa e imobiliário são as classes mais cobertas pela abordagem ASG:

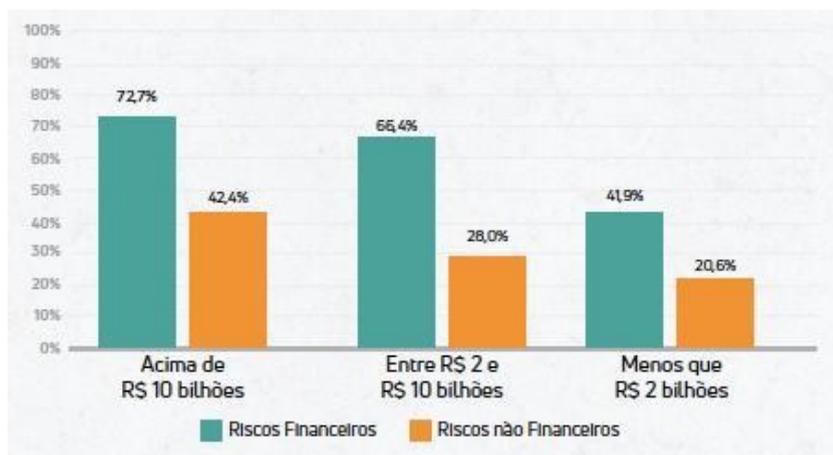


Questionadas se a Entidade promoveu treinamento em investimento responsável em 2020, apenas 19,3% responderam que sim.

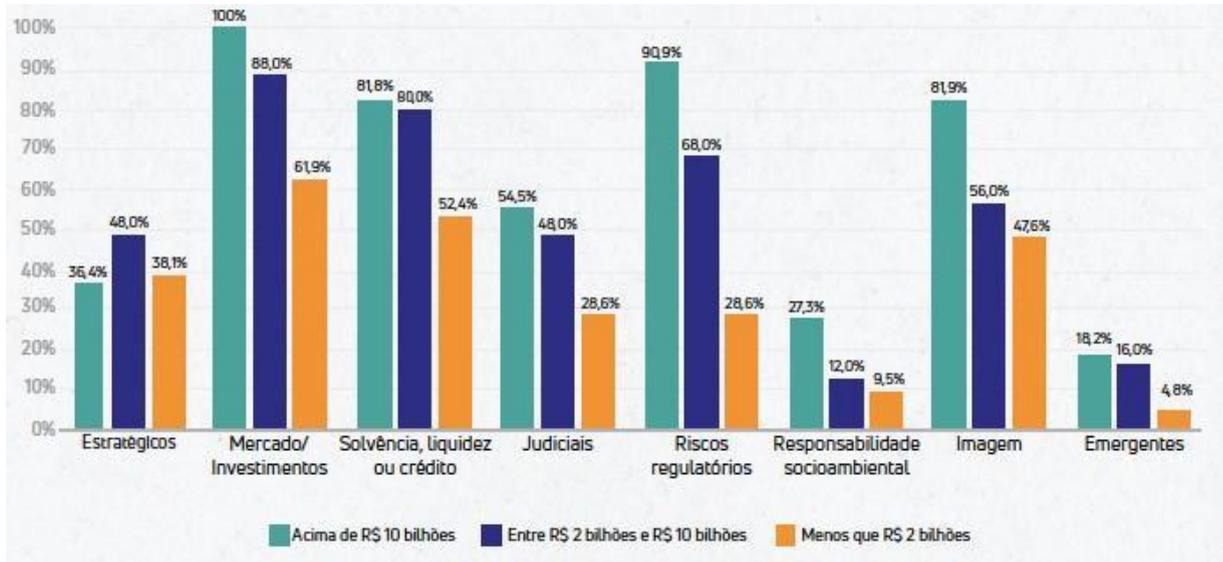
Quanto à transparência das informações, apenas 3 das 57 Entidades publicam relatório de sustentabilidade (todas de Grande Porte), o que demonstra baixa prática de transparência de informações sobre atuação dos Fundos no que se refere à sustentabilidade.

### b) Gestão de Riscos

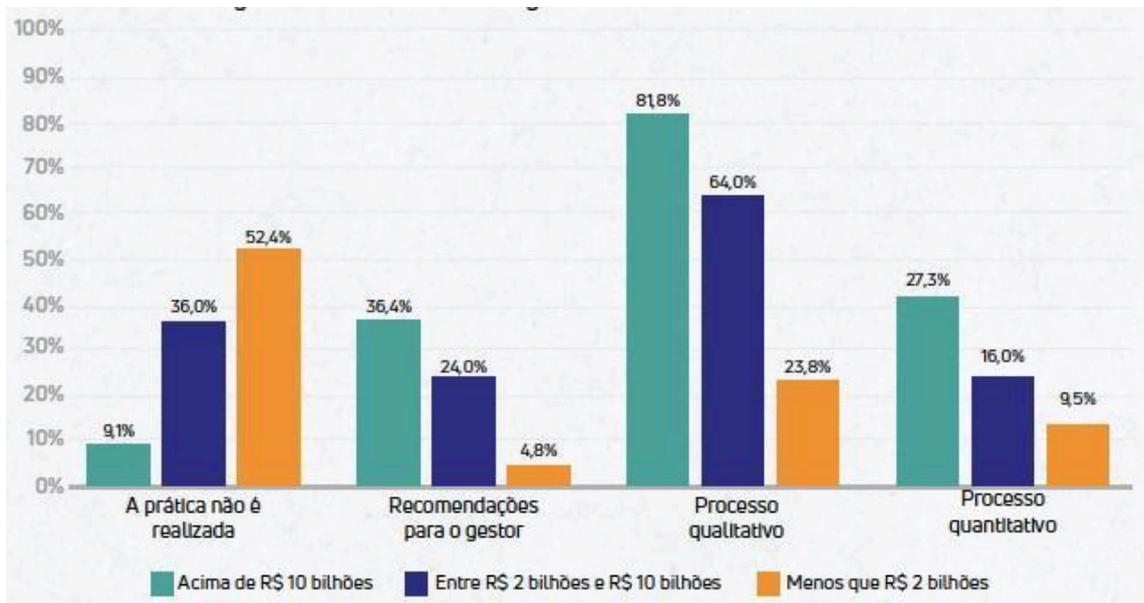
Sobre o mapeamento de riscos, verifica-se que os riscos financeiros são mais mapeados que os riscos não financeiros, demonstrando a necessidade de um maior engajamento às boas práticas de ASG:



Foram identificados os principais riscos mapeados pelos Fundos:



Também foi questionado como a gestão de riscos ASG integra a análise e decisão de investimentos. Foi constatado que o processo qualitativo é o mais utilizado, aplicado por 81,8% das Entidades de grande porte, 64% das Entidades de médio porte e 23,8% das Entidades de pequeno porte:



### c) Capacidade de impulsionar a transição para a Economia Verde e sobrevivência das empresas

Segundo a Abrapp (2021b, p. 48), “um dos riscos mais significativos e mal compreendidos pelos atuais gestores, que as organizações, de maneira geral, têm

pela frente é aquele relacionado às mudanças climáticas”, pois apesar de sabermos que as mudanças climáticas trazem consequências econômicas e sociais negativas, é difícil mensurar a gravidade desses efeitos. Desta forma, a transição para uma economia verde (ou de baixo carbono) é essencial para a sobrevivência das empresas.

No seu dever fiduciário e como investidor de longo prazo, as EFPC precisam desenvolver competência para avaliar os riscos climáticos em suas estratégias de investimentos e avaliações de riscos, para uma melhor tomada de decisão. E para que os investidores possam avaliar com clareza os riscos e oportunidades relacionada ao investimento, precisa haver a correta divulgação dessas informações pelas empresas.

Questionadas sobre qual o percentual de alocação de recursos da EFPC em ativos que buscam ter impacto positivo intencional nos temas ASG, foi apurado que o cálculo é muito pouco realizado:



#### d) Conclusão

Considerando o dever fiduciário dos Fundos e o longo prazo dos seus investimentos, o tema sustentabilidade é de extrema relevância, razão pela qual a adoção dos critérios ASG na gestão e na tomada de decisões torna-se imprescindível para as Entidades, pois a sustentabilidade vai muito além da rentabilidade dos ativos.

Uma análise acurada considerando o aspecto socioambiental pode embasar decisões importantes de investimento, ajudando a mitigar riscos potenciais e criar valor.

Não obstante as diversas iniciativas do setor, ainda há pouca adoção dos Princípios ASG como práticas de gestão, especialmente os relacionados a riscos sociais e ambientais, sendo que o desafio é maior entre as Entidades de menor porte.

A Abrapp (2021b, p. 76) conclui que:

As EFPC podem trabalhar juntas como indutoras do tema Sustentabilidade, incentivando as empresas investidas de forma que priorizem a disseminação de uma cultura organizacional atenta aos princípios sociais, ambientais e de governança.

Esse Relatório apontou a importância de indicadores que norteiem a comunicação de impactos sobre mudanças climáticas, direitos humanos e corrupção. A estrutura da GRI para relatórios de sustentabilidade ajuda a identificar, coletar e relatar as informações de maneira clara e comparável, direcionando a estratégia de gestão e embasando decisões para garantia de perenidade das EFPC.

A transparência tem sido crescentemente reivindicada pelas partes interessadas e, como visto, a metodologia e estrutura de relatórios de sustentabilidade da GRI é respeitada no âmbito global e pode ser utilizada por Entidades de pequeno, médio e grande porte.

O Relatório poderá ser utilizado como subsídio para a reformulação e para decisões a serem tomadas pelas Entidades referente aos critérios ASG. Pode, inclusive, ser importante ferramenta para o Governo na elaboração de políticas públicas sobre o tema.

#### ***4.2.2 Relatório ASG Previc – Panorama da utilização dos fatores ASG na análise de riscos de investimentos em EFPC***

Atenta à importância da análise dos aspectos ASG nos processos de avaliação de riscos no âmbito do sistema financeiro, a Previc publicou o Relatório ASG em agosto de 2021 (BRASIL, 2021c), em que faz uma análise do tema e traz os resultados de pesquisa realizada no início de 2021 pela autarquia sobre a utilização dos fatores ASG pelas EFPC.

A Autarquia entende que ainda existem debates sobre o papel da regulação em relação ao tema, é preciso analisar se é sua função regular a integração ASG na análise dos investimentos e, em caso afirmativo, é preciso estudar a melhor forma de fazê-lo.

Nesse contexto, a Previc realizou pesquisa junto às Entidades para mapeamento da utilização dos critérios ASG com o objetivo de acompanhar sua adoção na análise de riscos dos investimentos, considerando seu papel de supervisora do sistema.

A pesquisa foi realizada mediante encaminhamento de questionário de caráter não obrigatório às EFPC sobre o tema, com o objetivo de mapear a utilização dos aspectos ASG no processo decisório de investimentos. Ocorreu entre 25 de janeiro de 2021 e 28 de fevereiro de 2021, e o resultado permitirá o tratamento regulatório e orientativo pela Autarquia sobre o assunto.

Segundo o Relatório, o formulário foi organizado em quatro seções: qualificação, utiliza ASG, não utiliza ASG e percepção do gestor. À Entidade que respondesse que utiliza ASG, foram realizadas questões para investigar as motivações da utilização, expectativas, estratégias adotadas, dentre outros. À Entidade que respondesse que não utiliza ASG, foram realizadas questões similares à do outro grupo, para permitir a comparação dos resultados (exemplo: foi perguntado quais motivos o fariam considerar critérios ASG na análise de riscos).

Participaram da pesquisa 93 entidades do total de 293, que representam cerca de R\$ 705 bilhões em recursos garantidores, equivalente a aproximadamente 70% do total dos recursos do sistema, classificadas em ESI e não ESI<sup>59</sup>.

---

<sup>59</sup> ESI são as Entidades Sistemáticamente Importantes, assim consideradas pela Previc e elencadas na Portaria Previc nº 545/2019, conforme Instrução Previc nº 7/2017. São elas (em ordem alfabética): BANESPREV, FAPES, FATL, FORLUZ, FUNCEF, FUNCESP, FUNDAÇÃO COPEL, FUNPRESP-EXE, FUNPRESP-JUD, ITAU UNIBANCO, PETROS, POSTALIS, PREVI/BB, REAL GRANDEZA, SISTEL, SP-PREVCOM e VALIA.

Classificação ESI e não ESI	EFPC supervisionadas	EFPC participantes	EFPC participantes/ supervisionadas %	Volume de Recursos Garantidores (bilhões)
ESI	17	13	76,47%	R\$ 569
não ESI	276	80	28,99%	R\$ 136
<b>Total</b>	<b>293</b>	<b>93</b>	<b>31,74%</b>	<b>R\$ 705</b>

Fonte: BRASIL, 2021c.

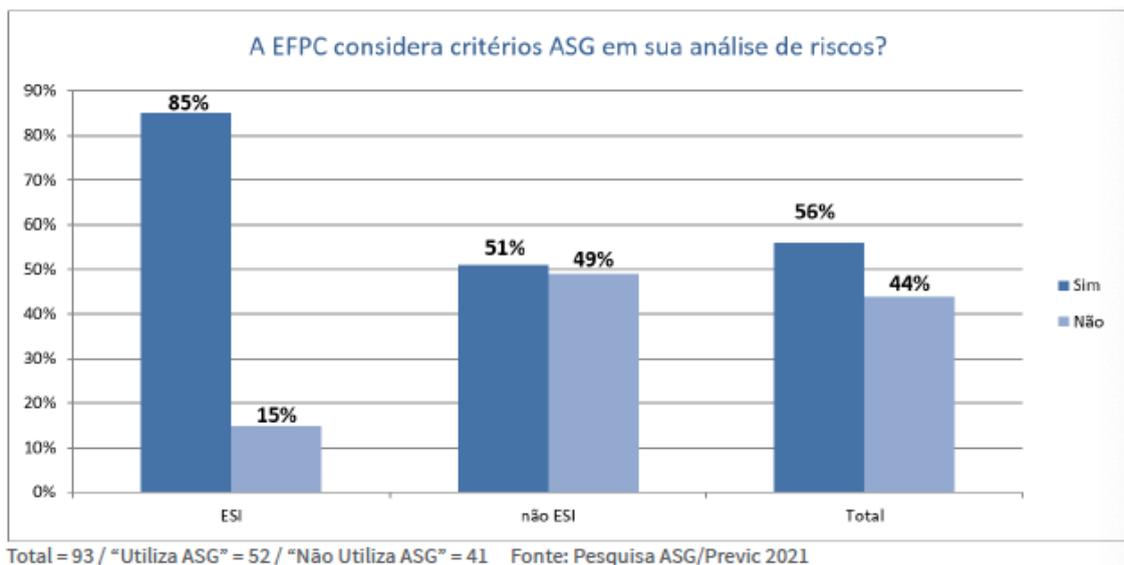
Quanto ao tipo de patrocínio, participaram 36 EFPC com patrocinadores públicos, 50 com patrocinadores privados e 7 com instituidores.

Patrocínio	EFPC supervisionadas	EFPC participantes	EFPC participantes/ supervisionadas %
Privada	182	50	27,47%
Pública	89	36	40,45%
Instituidor	22	7	31,82%
<b>Total</b>	<b>293</b>	<b>93</b>	<b>31,74%</b>

Fonte: BRASIL, 2021c.

Segundo a pesquisa, a maior parte dos Fundos utiliza gestão predominantemente terceirizada – 52% das EFPC utilizam a gestão própria para menos de 10% do total dos recursos.

Das 93 EFPC participantes, foi constatado que 52 utilizam os fatores ASG (56% dos respondentes).



Fonte: BRASIL, 2021c.

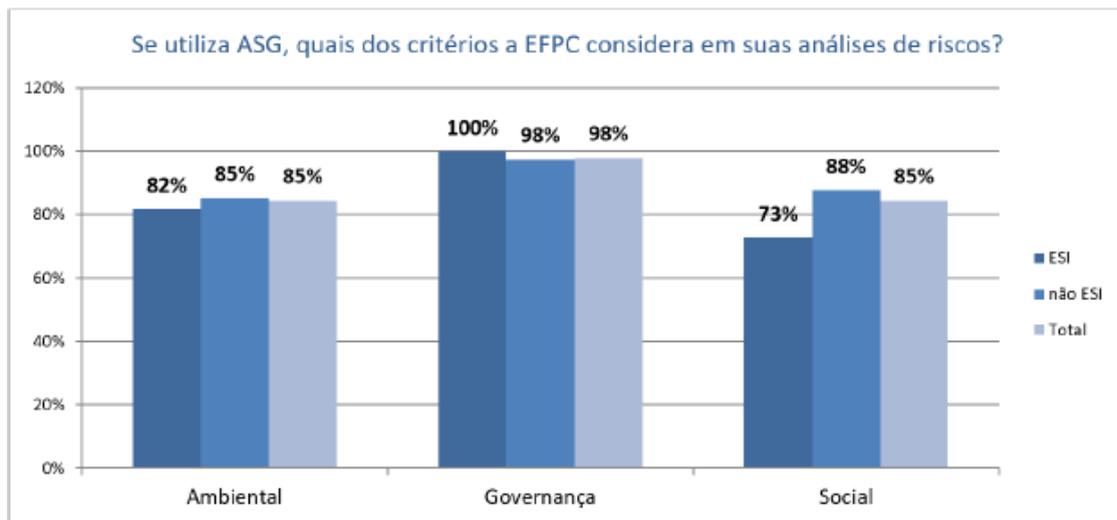
As EFPC que utilizam critérios ASG são as que possuem maior percentual dos recursos geridos em carteira própria.

Quanto ao tipo de patrocínio, das 50 entidades com patrocínio privado, 24 utilizam ASG e 26 não utilizam; das 36 entidades com patrocínio público, 23 utilizam ASG e 14 não utilizam; e dos 7 planos instituídos, 5 utilizam ASG e 2 não utilizam.

Segue abaixo o resumo das principais questões da pesquisa. Como critério metodológico para o presente item (páginas 122 a 128), para simplificar as referências, adotou-se por fazer a indicação inicial do referido documento (BRASIL, 2021c).

#### a) Entidades que utilizam ASG.

Sobre quais critérios ASG a Entidade considera nas análises de riscos, o critério governança ainda é o mais utilizado.



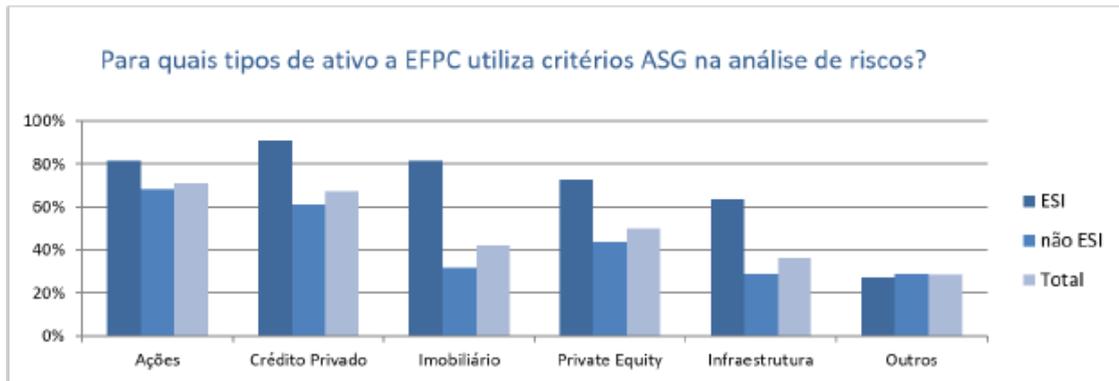
“Utiliza ASG” = 52 | Fonte: Pesquisa ASG/Previc 2021

Quanto à frequência com que a Entidade utiliza os critérios ASG, 40% responderam que utilizam sistematicamente (em todas as análises), 54% que utilizam ocasionalmente, a depender do ativo em análise, e 6% utilizam com outra frequência.

Questionadas sobre os tipos de ativos em que aplicam os critérios, verifica-se que são mais utilizados em relação às ações, crédito privado e *private*

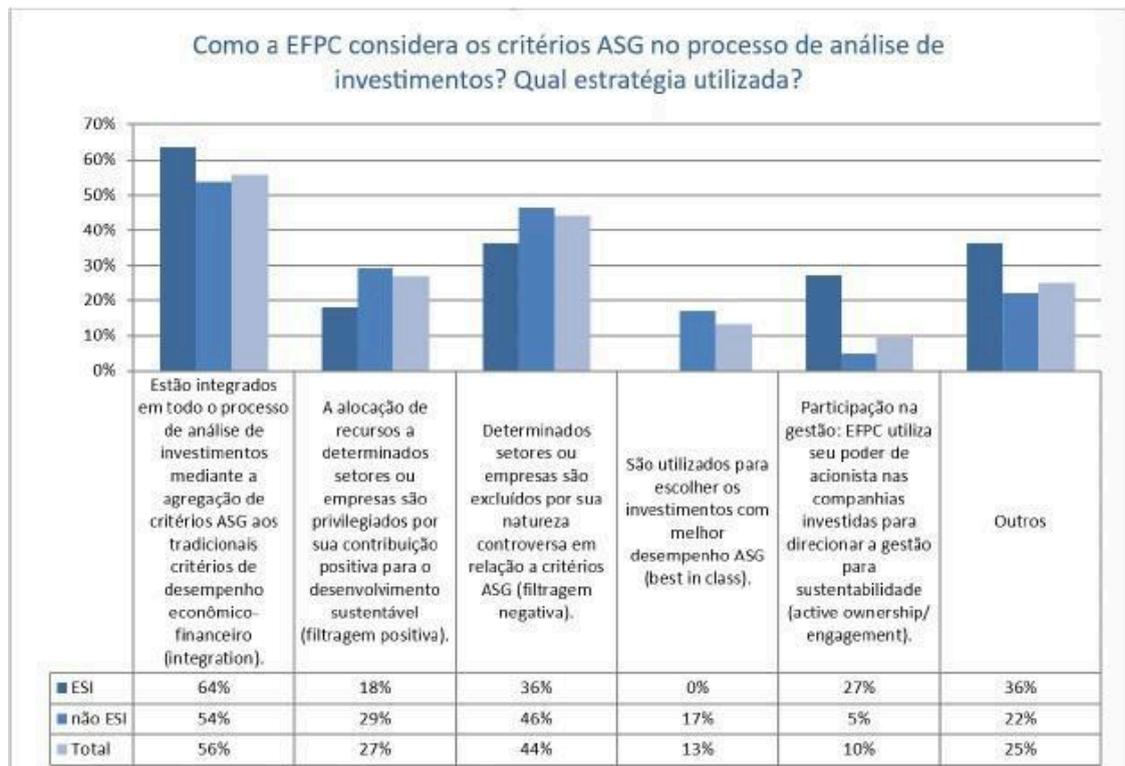
*equity.*





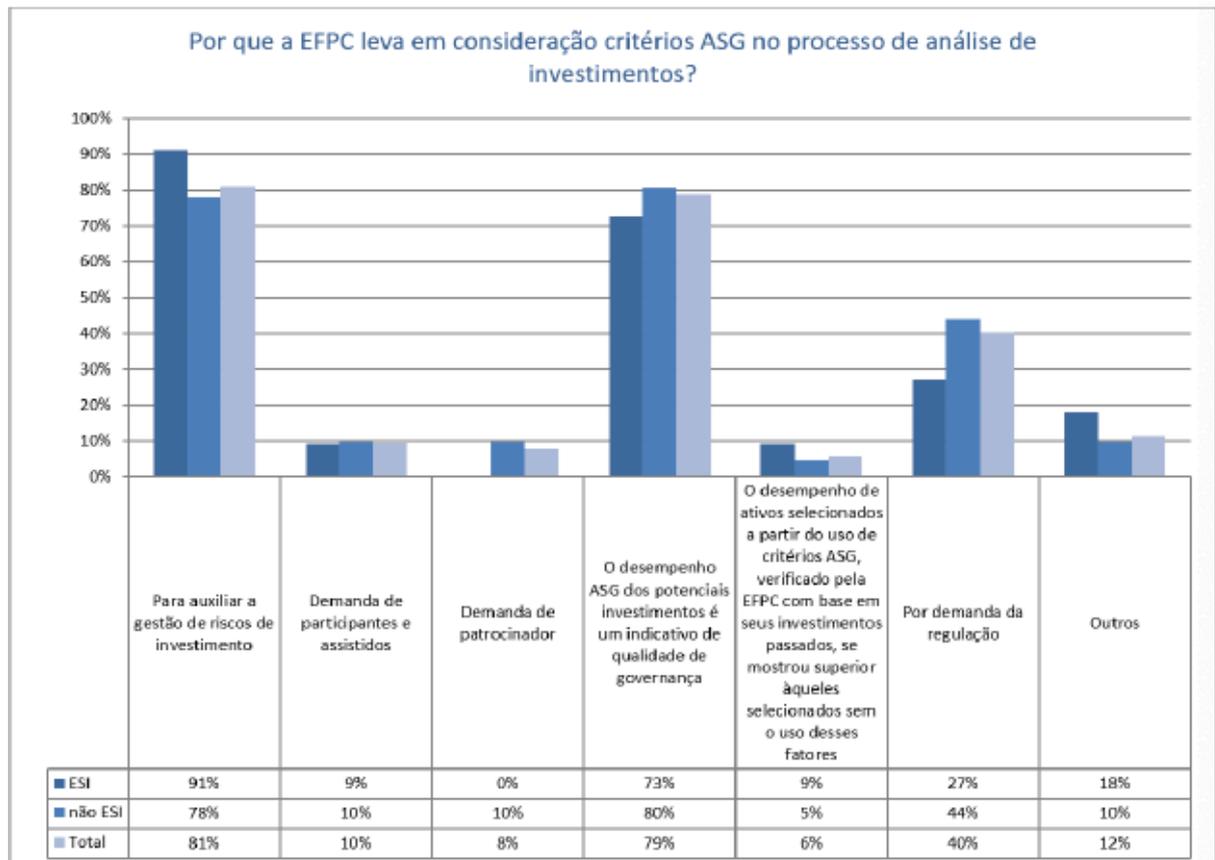
"Utiliza ASG" = 52 | Fonte: Pesquisa ASG/Previc 2021

Relativamente às estratégias ASG adotadas pelas Entidades, a maior parte respondeu que utiliza os critérios de modo integrado em todo o processo de análise de investimentos.



"Utiliza ASG" = 52 | Fonte: Pesquisa ASG/Previc 2021

Quanto à motivação, 81% responderam que utilizam para auxiliar a gestão de riscos de investimento e 79% entendem que o desempenho ASG é um indicativo de qualidade de governança.



“Utiliza ASG” = 52 | Fonte: Pesquisa ASG/Previc 2021

Questionadas sobre como a Entidade obtém dados e informações sobre critérios ASG, temos o seguinte resultado: 77% utilizam fontes públicas, 60% se valem de pesquisas e relatórios de terceiros, 71% utilizam relatórios e declarações emitidas pelas empresas, 17% realizam engajamento direto com a empresa investida e 15% responderam “outros”.

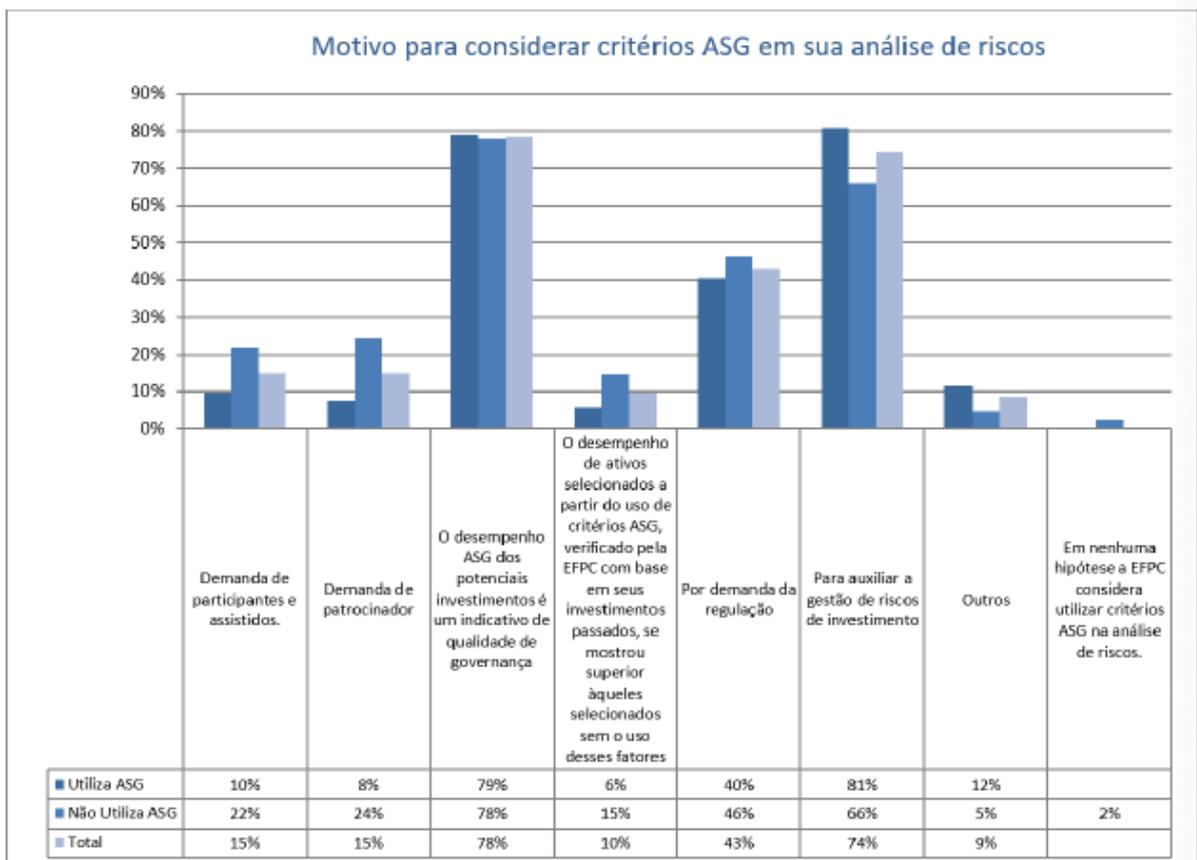
A pesquisa também demonstrou que a padronização e melhora da qualidade das informações pela empresa é essencial para a ampliação do uso dos aspectos ASG. Questionadas sobre quais seriam as limitações para a utilização de informações não financeiras referentes aos critérios ASG nas decisões de investimentos, 42% responderam que a frequência de divulgação das informações ASG pelas empresas é insuficiente, 58% que há baixa qualidade dos dados ASG disponibilizados pelas empresas, 33% que o custo de obtenção das informações ASG é demasiadamente alto, 83% que há dificuldade de comparar as informações disponibilizadas pelas empresas, 71% que as informações quantitativas ASG disponíveis no mercado são insuficientes, e 15% responderam “outros”.

Sobre a percepção de impacto de alguns riscos sobre o mercado financeiro, 63% responderam que a escassez de recursos naturais possui grande impacto, bem como 54% consideram as mudanças climáticas também como de grande impacto.

Por fim, quanto à capacitação, foi verificado que 69% dos respondentes não oferecem capacitações em ASG para sua equipe, enquanto 31% oferecem. Destaca-se que quando analisamos pelo tamanho da entidade, verifica-se que 55% das ESI oferecem capacitação, enquanto apenas 24% das entidades não ESI oferecem.

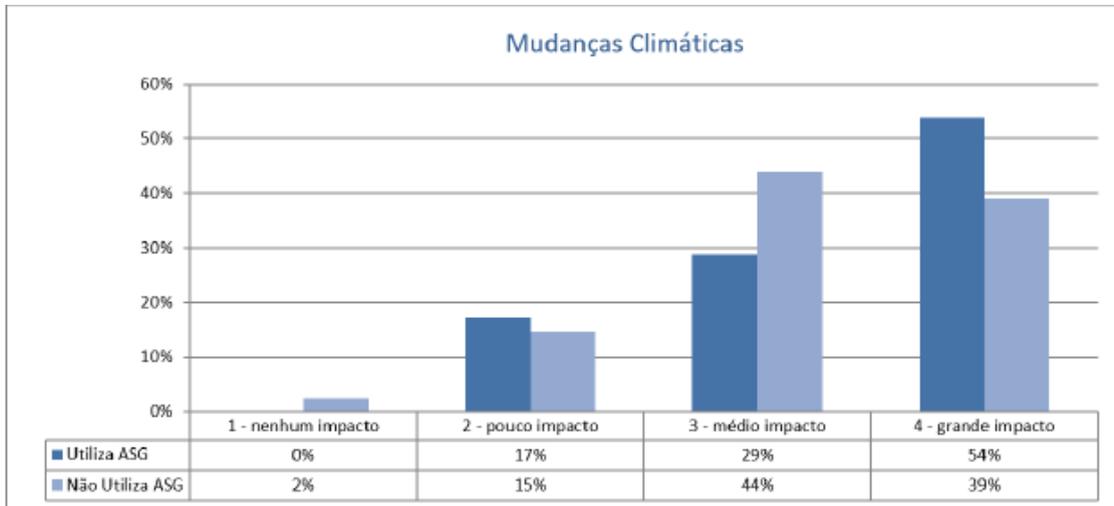
### b) Entidades que não utilizam ASG.

Questionadas sobre quais motivos levariam a Entidade a adotar critérios ASG, 78% responderam que o desempenho ASG dos potenciais investimentos é um indicativo de qualidade de governança.

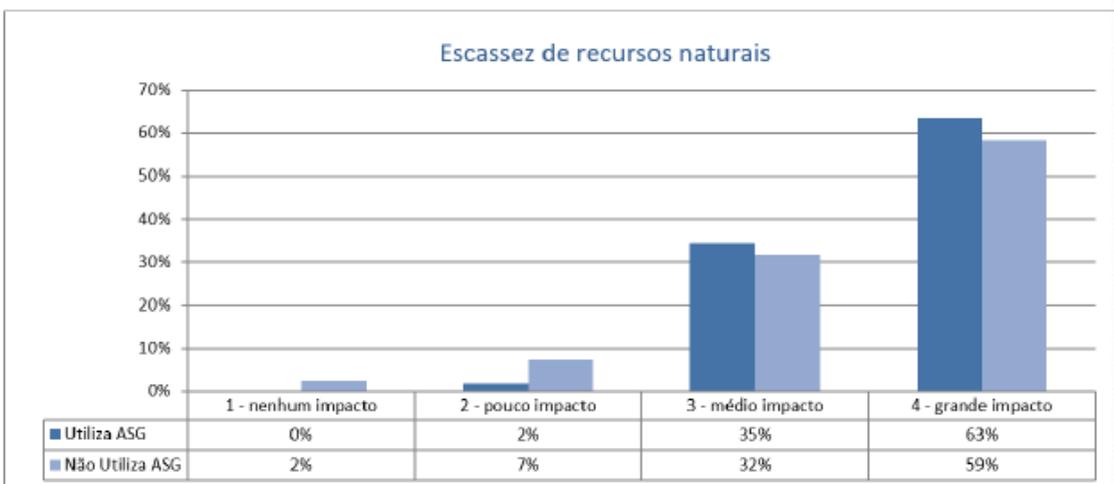


Total = 93 / "Utiliza ASG" = 52 / "Não Utiliza ASG" = 41 | Fonte: Pesquisa ASG/Previc 2021

Sobre a percepção da Entidade quanto ao impacto das mudanças climáticas e da escassez de recursos naturais no mercado financeiro, podemos assim comparar as entidades que utilizam ASG e as que não utilizam.



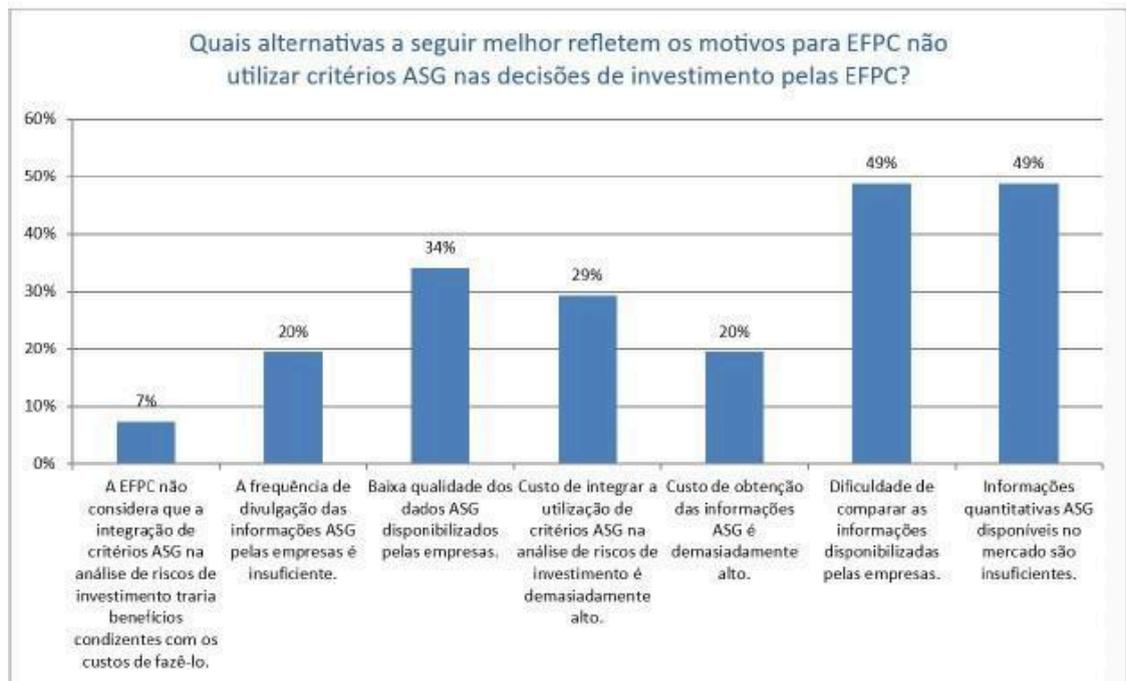
Total = 93 / "Utiliza ASG" = 52 / "Não Utiliza ASG" = 41 | Fonte: Pesquisa ASG/Previc 2021



Total = 93 / "Utiliza ASG" = 52 / "Não Utiliza ASG" = 41 | Fonte: Pesquisa ASG/Previc 2021

Quanto à capacitação, apenas 5% responderam que promovem capacitações de sua equipe sobre o tema.

Questionadas sobre os motivos pelos quais não utiliza critérios ASG, as opções "dificuldade de comparar as informações disponibilizadas pelas empresas" e "informações quantitativas ASG disponíveis no mercado são insuficientes" tiveram 49% de respondentes.



"Não Utiliza ASG" = 41 | Fonte: Pesquisa ASG/Previc 2021

Por fim, indagadas se pretende integrar os critérios ASG em seu processo de investimento, 54% responderam que não existem planos para a integração, 32% planejam nos próximos 2 anos, e 14% pretendem fazê-lo nos próximos 12 meses.

### c) Percepção dos gestores

Na quarta parte da pesquisa, os gestores foram questionados sobre sua percepção em relação ao tema, independentemente de adotar os critérios ASG ou não.

Dentre os diversos questionamentos realizados, destaca-se que 54% dos respondentes apontaram como "concordo parcialmente" quando questionados se a utilização de critérios ASG na análise de risco melhora o desempenho dos investimentos.

Quanto à regulação, foram questionados:

- se a regulação das EFPC atualmente em vigor seria suficiente para a indução da utilização dos critérios ASG na análise de riscos de

- investimentos: a maioria, 35% dos respondentes, concordam parcialmente;
- b) se a regulação das EFPC deve induzir a utilização de critérios ASG na análise de riscos de investimento: 36% responderam que concordam parcialmente;
  - c) se a regulação das EFPC deveria obrigar a utilização de critérios ASG na análise de riscos de investimento: a maioria, 37% dos respondentes, discordam totalmente, e 35% responderam que discordam parcialmente;
  - d) se eventual obrigação regulatória de utilização de critérios ASG na análise de riscos para aquisição de qualquer tipo de ativo financeiro seria positiva para as EFPC: 32% responderam que discordam totalmente.

Os gestores também apontaram que a falta de padronização dos informes e das metodologias utilizados pelas companhias para reportar ações ASG é um problema para utilização desses critérios na análise – 50% responderam que concordam totalmente com essa afirmativa.

Por fim, 42% responderam que concordam parcialmente quando questionados se a adoção de critérios ASG reduziria as opções de investimentos disponíveis para a EFPC.

#### **d) Conclusão**

É possível concluir que, apesar da adoção dos critérios ASG pelas Entidades, ainda há muito espaço para avançar. Foi verificado que os Fundos, principalmente os de menor porte, utilizam os critérios ASG na seleção dos gestores terceirizados.

A Previc também concluiu que a legislação regulatória existente parece ser suficiente para promover a indução das Entidades na utilização de critérios ASG.

Por fim, a falta de informações e de padronização por parte das companhias investidas dificulta a análise dos riscos de investimentos sob a ótica ASG. A padronização e a melhora da qualidade das informações prestadas pelas companhias poderiam ampliar o uso de aspectos ASG pelos investidores.

### **4.3 A questão da regulação sobre ASG**

Ainda não há um marco legal que torne o cumprimento dos aspectos ASG obrigatório e defina os principais conceitos sobre o tema.

Em 2016, o PRI publicou um Guia Global para Regulação do Investimento Responsável (PRI, 2016), constituindo o primeiro estudo global para analisar o impacto das iniciativas de políticas públicas relacionadas a investimentos.

O PRI mapeou todas as políticas de investimento responsável - quase 300 políticas ou iniciativas lideradas pelo mercado, tratando da relação entre finanças e questões ASG. Os estudos foram concentrados nas 50 principais economias por PIB. Destas, apenas o Irã não tem iniciativas para fatores ASG e investimento.

Foi constatado que essas iniciativas são um fenômeno recente – mais da metade de todas as políticas de investimento responsável são datadas do período de 2013 a 2016, o que demonstra que a regulação sobre investimento responsável está na ordem do dia para formuladores de políticas, investidores e para a sociedade civil em todo o mundo. Com o relatório, o PRI objetivou entender se as regulações estão realmente mudando a forma como os investidores e as empresas se comportam em questões ASG.

O estudo foi desenvolvido no início de 2016. Seu conteúdo é derivado de uma revisão de bancos de dados existentes, pesquisa realizada pela equipe de políticas públicas do PRI e entrevistas com mais de 20 agentes de mercado, incluindo investidores, bolsas de valores, reguladores e associações da indústria.

Foi verificado um crescimento em autorregulação (ou seja, códigos, princípios e orientação baseados em regulamentos). No entanto, em alguns países onde há carência de demanda por parte dos proprietários de ativos em investimento ASG, há a necessidade de incentivos adicionais e talvez um esclarecimento da legislação.

Também foi constatado que 38 das 50 maiores economias mundiais têm, ou estão desenvolvendo, requisitos para divulgação, pelas companhias, de informações sobre questões ambientais, sociais e de governança.

A análise concluiu que companhias em países que possuem regulação sobre o reporte ASG nos relatórios têm, em média, 33% melhor pontuação na Classificação MSCI ASG<sup>60</sup> do que aquelas companhias que não precisam seguir tal regulação. Esse desempenho é maior nos mercados desenvolvidos (36%), se comparado com os mercados emergentes (8%).

Vários fatores podem ter contribuído para esses resultados:

- a) O impacto da regulação no comportamento corporativo;
- b) Atitude do Governo em relação à regulação. Governos dispostos a regular a divulgação de informações pelas companhias também podem adotar uma abordagem mais intervencionista para regulação ASG em geral. Isso pode resultar em menor exposição ao risco ASG naquele país;
- c) Regulação formaliza uma tradição de sustentabilidade. A regulação segue, muitas vezes, a prática de mercado. Introduzir uma nova regra de divulgação é muito mais difícil sem adesão do mercado, e quando há uma prática de mercado voluntária pré-existente, o processo de regulação se torna mais fácil;
- d) Melhores dados permitem que os investidores implementem os critérios ASG. Boa qualidade nas divulgações permite que os investidores analisem melhor os riscos e oportunidades relacionados a ASG e se engajem junto às companhias em torno de estratégias para criação de valor de longo prazo.

O estudo também comparou as pontuações ASG das companhias com a regulação dos Fundos de Pensão, pois se os investidores consideram questões ASG na tomada de decisão de investimento, acabará impactando o comportamento corporativo das companhias investidas. Foi analisado se a regulação dos Fundos de

---

<sup>60</sup> Classificação MSCI ESG de uma empresa é determinada por sua exposição a riscos ESG em indústrias específicas e sua capacidade de gerenciá-los ou mitigá-los em relação a seus pares.

Pensão é encorajadora para uma melhor ação do investidor, resultando em melhores práticas ASG em dezenas de empresas investidas.

Foi verificado que a regulação e administração dos Fundos de Pensão estão correlacionados a um melhor risco ASG da empresa investida. A regulação dos Fundos de Pensão mostra um aumento de 32% na pontuação na Classificação MSCI ASG. Em mercados desenvolvidos, essa pontuação aumenta para 36%, e em mercados emergentes, para 27%.

O estudo observou que a adesão a códigos de boas práticas ainda é voluntária e as regulações de Fundo de Pensão normalmente preveem “divulgar se a entidade considera os aspectos ASG”, o que leva a entender que a integração ASG é opcional (e não uma exigência do dever fiduciário de um fundo).

É ressaltado que não há dados suficientes para comprovar que a regulação dos investidores é o principal fator de mudança, no entanto, o estudo apurou que há fatores que sugerem que a regulação está contribuindo para melhores resultados ASG.

O estudo concluiu que (PRI, 2016, p. 7, tradução nossa):

**As políticas de investimento responsável são variadas e vêm evoluindo:** nas 50 maiores economias do mundo, foram identificados quase 300 instrumentos de políticas públicas que apoiam os investidores a considerar os direcionadores de valor de longo prazo, incluindo fatores ASG, sendo que mais da metade deles foram criados entre 2013 e 2016.

**Há algumas evidências de que as regulações estão conduzindo melhor desempenho ASG pelas empresas:** foi encontrada uma forte correlação entre regulação dos investimentos responsáveis e melhor gestão de risco ASG pelas empresas. No entanto, enquanto algumas regulações estão gerando mudanças reais no modo como investidores consideram questões ESG, outras não têm gerado impactos perceptíveis.

**A eficácia da política pública é dificultada pela fraca implementação:** os investidores são céticos quanto à eficácia da política pública devido a deficiências na formulação e monitoramento das políticas, bem como devido à inconsistência entre diferentes departamentos governamentais e reguladores, que também sinalizam para os investidores que a sustentabilidade é algo “separado” do objetivo central dos mercados financeiros.

**Apesar do aumento da regulação sobre finanças sustentáveis, a maioria dos governos não estão conectando sustentabilidade e política de mercado de capitais - mas há sinais que isto está começando a mudar:** poucos investidores entrevistados acham que as regulações foram claramente incorporadas em uma estratégia mais ampla para o mercado de capitais e o desenvolvimento sustentável. Nesta linha, são poucas as políticas de investimentos que estavam claramente ligadas a objetivos específicos de sustentabilidade. No entanto, há sinais de que isso está começando a mudar, com governos como os da China e a Comissão Europeia anunciando iniciativas para alinhar os mercados de capitais com as metas de sustentabilidade. (grifo do autor).

O PRI traz as seguintes recomendações (2016, p. 8, tradução nossa):

Aos responsáveis pela elaboração das políticas públicas:

- articular o papel que o mercado de capitais deve desempenhar na contribuição para a sustentabilidade do sistema financeiro com objetivos mensuráveis;
- para regulação relacionada ao investidor:
  - construir uma base de evidências na prática do investidor para entender como o mercado de capitais atualmente contribui para economias sustentáveis;
  - fortalecer o desenho da política [...];
  - melhorar o monitoramento e a comunicação do impacto. Esclarecer como os reguladores contribuem para economias sustentáveis.
- introduzir relatórios corporativos obrigatórios sobre questões ASG. Relatório corporativo é uma necessidade, mas não têm sido suficientes para suportar investimentos responsáveis. Os futuros relatórios climáticos devem ter como objetivo, para consistência internacional, as recomendações e orientações da Força Tarefa do Conselho de Estabilidade Financeira (FSB) sobre Divulgações financeiras relacionadas ao clima (TCFD).

Aos reguladores<sup>61</sup>:

- deixar claro como eles interpretam as questões ASG;
- capacitar pessoas para monitorar a implementação do investimento responsável.

Silva (2020) defende que a regulação é o principal fator motivador para adoção de critérios ASG pelos investidores institucionais. Cita em seu artigo a 18ª edição da pesquisa Mercer “*2020 European Asset Allocation Insights*”, realizada com 927 investidores institucionais em 12 países, representando 1,1 trilhão de Euros sob gestão, onde foi constatado que 89% dos respondentes levam em considerações fatores ambientais, sociais e de governança nas decisões de investimento, sendo que a regulação é o principal motivador – 85%. Seguindo a tendência, a autora entende

---

<sup>61</sup> As recomendações do PRI distinguem entre os formuladores de políticas públicas e reguladores, partindo do pressuposto que, em termos gerais, os formuladores de políticas definem os planos dos Governos, enquanto os reguladores possuem um mandato definido pelos formuladores de políticas. A estrutura varia de acordo com o país e em alguns países essas funções se sobrepõem.

que os Bancos Centrais devem realizar alterações regulatórias para enfrentar a crise climática, precificando os riscos ambientais.

Tendo em vista que a materialização dos riscos ambientais pode gerar impactos no sistema financeiro (SPINACI, 2021), os reguladores do sistema financeiro dos países têm realizados estudos e trabalhado para considerar as mudanças climáticas e os riscos ambientais nos processos decisórios e na gestão de riscos.

Em 21 de abril de 2021, a Comissão Europeia adotou um pacote abrangente de medidas destinadas a melhorar o fluxo de fundos para atividades sustentáveis na União Europeia. O pacote engloba: (a) o ato delegado relativo à taxonomia da EU no domínio climático, esclarecendo quais são as atividades econômicas que mais contribuem para a realização dos objetivos ambientais da EU; (b) uma proposta de diretiva relativa à comunicação de informações sobre a sustentabilidade pelas empresas; (c) seis atos delegados modificativos relativos aos deveres fiduciários, à consultoria para investimento e ao aconselhamento em matéria de seguros (de modo a incluir a sustentabilidade nos procedimentos)<sup>62</sup>.

Acredita-se que a aprovação, pela União Europeia, da primeira norma internacional que estabelecerá obrigações e responsabilidades para as empresas em relação ao meio ambiente pode refletir positivamente no Brasil, uma vez que muitas companhias brasileiras fornecem para o mercado Europeu (FARIAS; BARREIROS, 2020).

Ademais, mesmo não havendo uma norma estabelecendo obrigatoriedade da adoção dos critérios ASG, as companhias que não fizerem tal adesão poderão sofrer desinvestimento por parte de investidores, principalmente estrangeiros, dado a tendência global.

Em novembro de 2021 (na COP26), a *IFRS Foundation* (Fundação das Normas Internacionais de Contabilidade)<sup>63</sup> anunciou a formação do *International*

---

<sup>62</sup> [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/PT/ip\\_21\\_1804](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/PT/ip_21_1804). Acesso em: 30 out. 2021.

<sup>63</sup> A *IFRS Foundation* é uma organização sem fins lucrativos criada em 2001 cujo objetivo é atender ao interesse público ao desenvolver padrões de relatórios globalmente aceitos, que podem ser



*Sustainability Standards Board* – ISSB (Comitê Internacional de Parâmetros de Sustentabilidade), para desenvolver padrões que resultem em uma base global de divulgações de sustentabilidade focada nas necessidades dos investidores e dos mercados financeiros.

No Brasil, em abril de 2021, o Banco Central (BCB) divulgou consulta pública sobre regras de divulgação de dados sociais, gestão de riscos ambientais e climáticos por instituições do Sistema Financeiro Nacional. Em setembro desse mesmo ano, o BCB anunciou os requisitos de divulgação obrigatórios alinhados ao TCFD<sup>64</sup>, que inicialmente se concentrarão nos aspectos qualitativos relacionados à governança, estratégia e gestão de riscos relacionados ao clima para as instituições financeiras, com uma segunda fase incorporando aspectos quantitativos.

Em 23 de dezembro de 2021, a CVM publicou a Resolução nº 59, que altera a Instrução CVM nº 480/2009. A nova norma passou a prever a informação pelas companhias abertas sobre suas práticas ASG a partir de 2023, a constar no formulário de referência (Anexo 24), que é enviado pela companhia à CVM.

A companhia deverá, por exemplo, informar se divulga informações ASG em relatório anual ou outro documento específico, a metodologia ou padrão seguidos na elaboração desse relatório, se esse documento é auditado por entidade independente, a página na *internet* onde o relatório pode ser encontrado, se o relatório considera as recomendações da TCFD ou de outra entidade com reconhecimento em questões climáticas. Dentre os fatores de riscos que possam influenciar a decisão de investimento, deverá descrever aqueles relacionados a questões sociais, ambientais e climáticas.

Apesar de ainda não haver uma obrigatoriedade na divulgação das informações ASG de forma padronizada pelos emissores, a Resolução sinaliza que a regulação caminha para isso. E o fato de a companhia ter que informar se divulga ou não informações ASG, de certa forma, acaba por incentivá-la a fazê-lo.

---

utilizados pelos investidores e outros participantes do mercado de capitais, suprimindo a necessidade de informações transparentes e comparáveis para tomar decisões econômicas.

64 Resoluções CMN nº 4943, 4944 e 4945/2021, Resolução BCB nº 139 /2021 e IN BCB nº 153/2021.

E como não poderia ser diferente, o tema ASG tem sido monitorado também pelos reguladores das EFPC no mundo, em razão do seu papel de investidores institucionais. Em seu Relatório ASG, a Previc menciona pesquisa realizada pela OCDE em 2018 (e conduzida pela Natixis Investment Managers) em que se concluiu que (BRASIL, 2021c, p. 6):

1. Dois terços dos investidores institucionais acreditam que a integração de fatores ASG se tornará padrão na indústria nos próximos cinco anos.
2. Apesar de um expressivo número de fundos de pensão e de seguradoras fazerem considerações em relação a aspectos ASG quando estão selecionando oportunidades de investimento, ainda há parcela significativa que não faz.
3. A maioria dos respondentes declarou que integravam algumas considerações sobre fatores ASG em seu processo decisório de investimentos: 20 fundos de pensão (entre 25 que responderam) e 30 companhias seguradoras (das 51 que responderam) consideraram ao menos algum fator ambiental, social ou de governança em novos investimentos.
4. 18 seguradoras e 4 fundos de pensão responderam que não utilizam qualquer fator ASG no processo decisório de investimento.
5. Poucos investidores institucionais (3 companhias seguradoras e 1 fundo de pensão) ainda não iniciaram a integração de fatores ASG, mas responderam que planejam fazê-lo no futuro. Esses respondentes indicaram que o principal motivo de não implementarem foi a falta de recursos, conhecimento interno e orientações provenientes de políticas públicas sobre como fazê-lo.

Ainda segundo a Previc (BRASIL, 2021c, p. 7),

[...] nos EUA, a seleção de investimentos somente deve considerar os objetivos financeiros dos planos, enquanto na Inglaterra os investidores institucionais precisam considerar os fatores ASG no processo de análise de investimentos.

Em 2019, a *International Organisation of Pension Supervisors* (IOPS)<sup>65</sup> publicou guia para integração dos fatores ASG nos investimentos e gerenciamento de riscos dos Fundos de Pensão (IOPS, 2019), por meio do qual fornece orientações sobre o tema às autoridades supervisoras. A IOPS também incentiva os reguladores a publicar guias para orientar as Entidades.

---

<sup>65</sup> A IOPS é uma organização internacional de supervisores de Fundos de Pensão, instituída em 2004 pela Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) e pela Rede Internacional de Reguladores e Supervisores de Fundos de Pensão (INPRS). A IOPS coopera estreitamente com outras organizações internacionais envolvidas no desenvolvimento e diálogo de políticas de supervisão de previdência complementar, incluindo OCDE, Banco Mundial e FMI.

A Previc participa de diversos fóruns nacionais e internacionais sobre o tema ASG, com o objetivo de participar do acompanhamento e aprimoramento das práticas, (BRASIL, 2021c), tais como:

- a) IOPS/OCDE: a Previc atua tanto como membro regular do Comitê Técnico como membro eleito pelos pares do Comitê Executivo;
- b) WPPS/OCDE: diferentemente do IOPS que é voltado para temas de supervisão, o WPPS é focado em estudos de políticas públicas e aspectos técnicos de previdência privada;
- c) Grupos de trabalho do Laboratório de Inovação Financeira (LAB): fórum criado pela ABDE (Associação Brasileira de Desenvolvimento), pelo BID (Banco Interamericano de Desenvolvimento) e pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários), que reúne representantes do governo e da sociedade com o fim de promover as finanças sustentáveis.

A Autarquia também mantém relacionamento com outros reguladores e atores do mercado envolvidos com o tema ASG. No Brasil, a Resolução CMN nº 3792/09 foi a primeira a abordar o tema ao prever no art. 16 que os Fundos deveriam inserir na política de investimentos se havia “observância ou não de princípios de responsabilidade socioambiental”.

Em 2015, o CNPC publicou a Recomendação nº 1/2015, em que recomenda que as EFPC observem critérios de investimento socialmente responsáveis e que contribuam à promoção do trabalho decente, sem prejuízo da liquidez, rentabilidade, segurança, solvência e do equilíbrio econômico-financeiro e atuarial dos planos de benefícios. A Recomendação também sugere que a Secretaria de Políticas de Previdência Complementar (SPPC) e a Previc promovam parcerias com organizações nacionais e internacionais para intercambiar experiências e promover políticas públicas para estimular a inserção dos critérios de investimento socialmente responsável nas políticas de investimento das EFPC.

Com a evolução e ampliação das discussões sobre o tema, a Resolução CMN nº 4661/2018 passou a dispor que, sempre que possível, deverão ser observados os aspectos relacionados à sustentabilidade econômica, ambiental e social na análise de

riscos que precede a aquisição de ativos, previsão mantida na atual Resolução 4994/2022.

A Previc tem editado normativos para orientar e estimular as Entidades na adoção dos critérios ASG nos seus processos decisórios de investimentos. Em 2019, publicou novo Guia de Melhores Práticas em Investimento (BRASIL, 2019) em que inseriu seção voltada para orientação sobre as diretrizes ASG.

Em 2020, publicou a Instrução Normativa nº 35/2020, que prevê em seu artigo 7º a obrigatoriedade de as políticas de investimentos conterem “as diretrizes para observância de princípios de responsabilidade ambiental, social e de governança, preferencialmente, de forma diferenciada por setores da atividade econômica” (inciso VI).

A Previc entende que é preciso avaliar o papel da regulação em relação ao tema ASG, bem como deve ser analisado qual a melhor forma de fazê-lo (BRASIL, 2021c).

#### **4.4 Estudo de casos: como os três maiores Fundos de Pensão – Previ, Petros e Funcef – investem seus recursos**

Não há uma homogeneidade no sistema de previdência complementar fechada, que é composto por Entidades que possuem tamanho, situações e estratégias totalmente diferentes entre si. Para compreender o papel dos Fundos no desenvolvimento sustentável, optou-se por adotar o método de estudo de caso. Foram escolhidos os três maiores Fundos de Pensão do país, por representarem juntos um patrimônio de R\$ 430 bilhões em ativos, cerca de 40% dos recursos do sistema (referência dez. 2020).

Analisaremos como estão distribuídas suas carteiras de ativos e como essas Entidades abordam a questão da sustentabilidade nos seus investimentos a partir das informações publicadas por essas entidades no seu relatório anual.

Como critério metodológico para o presente item (páginas 138 a 155), para simplificar as referências, adotou-se por fazer a indicação inicial dos relatórios-base do seguinte documento: Relatório Anual da Previ de 2020<sup>66</sup>, Relatório Anual da Petros de 2020<sup>67</sup> e Relatório Anual da Funcef de 2020<sup>68</sup>.

#### 4.4.1 Previ

A Previ foi a primeira EFPC a ser criada no Brasil, ainda em 1904, é o maior Fundo de Pensão do país, um dos maiores investidores institucionais e referência no mercado. Seus dois principais planos de benefícios são o Plano 1 e o Previ Futuro.

O Plano 1 é o maior plano administrado pela Previ, constituído na modalidade de benefício definido, está fechado para novas adesões desde 24/12/1997 e é considerado um plano maduro, pois mais de 90% dos participantes já recebem benefícios complementares.

Já o Previ Futuro é o plano aberto a novas adesões desde 24/12/1997, considerado em fase de acumulação de recursos, pois a maior parte de seus associados ainda estão na ativa.

Plano	Características	Perfil dos Associados	Destaque 2020
<b>Plano 1</b> Funcionários	Benefício	definido  empossados no patrocinador até 23/12/1997	<input type="checkbox"/> R\$ 214,92 bilhões em ativos <input type="checkbox"/> 111,2 mil participantes <input type="checkbox"/> R\$ 13,12 bilhões pagos em benefícios em 2020
<b>Previ Futuro</b> Contribuição	variável	Funcionários empossados no patrocinador a partir de 24/12/1997	<input type="checkbox"/> R\$ 22,15 bilhões em ativos <input type="checkbox"/> 84,5 mil participantes

A Política de Investimentos da Previ é elaborada para um ciclo de sete anos e é revisada anualmente. Seus planos de benefícios têm apresentado boa rentabilidade, acima da média atuarial:

<sup>66</sup> (CAIXA DE PREVIDÊNCIA DOS FUNCIONÁRIOS DO BANCO DO BRASIL, 2021).

<sup>67</sup> (PETROS FUNDAÇÃO PETROBRAS DE SEGURIDADE SOCIAL, 2021).

<sup>68</sup> (FUNDAÇÃO DOS ECONOMIARIOS FEDERAIS, 2021).

Planos e Índices de referência	2018	2019	2020
<b>Plano 1</b>	<b>18,82</b>	<b>10,55</b>	<b>17,20</b>
<b>Meta atuarial do Plano 1</b>	8,61	9,70	10,46
<b>Prevl Futuro</b>	14,06	20,12	6,61
<b>Índice de referência do Prevl Futuro</b>	8,61	9,70	10,32

O seu plano de benefício definido (Plano 1) possui sucessivos superávits e em 2020 foram contabilizados R\$ 13,92 bilhões acumulados na reserva de contingência (recursos superavitários).

Atualmente, a maior parte dos recursos administrados pela Previ estão alocados em renda fixa e em renda variável, conforme se verifica na tabela a seguir:

#### I - Composição dos Recursos da Entidade

SEGMENTO	Dezembro/2020		Dezembro/2019	
	R\$	Alocação %	R\$	Alocação %
RENDA FIXA	110.352.684.979,23	47,05	95.535.721.450,12	44,97
RENDA VARIÁVEL	103.059.626.205,45	43,95	97.185.917.436,59	45,74
INVESTIMENTOS ESTRUTURADOS	1.248.284.281,81	0,53	1.331.850.724,45	0,63
INVESTIMENTOS NO EXTERIOR	342.425.500,53	0,15	236.628.111,47	0,11
IMOBILIÁRIO	11.906.314.217,47	5,08	11.110.097.490,65	5,23
OPERAÇÕES COM PARTICIPANTES	7.617.311.439,89	3,25	7.350.734.409,80	3,46
DERIVATIVOS	(10.704.252,80)	(0,01)	(304.320.685,42)	(0,14)
<b>*Recursos da Entidade</b>	<b>234.515.942.371,58</b>	<b>100,00</b>	<b>212.446.628.937,66</b>	<b>100,00</b>

\* Recursos: Disponível + Realizável do Programa de Investimentos - Exigível Operacional do Programa de Investimentos  
 - Exigível Contingencial do Programa de Investimentos

O seu histórico, no entanto, demonstra que a Entidade concentrava grande parte dos seus investimentos em renda variável. Em 2010, por exemplo, 63,83% dos seus recursos estavam alocados nesse segmento. Como seu maior plano é um plano maduro, o que significa a necessidade de maior liquidez para pagamento dos benefícios, a Previ tem buscado o desinvestimento nesse tipo de ativo.

Abaixo o histórico da carteira da Previ:



<b>COMPOSIÇÃO DOS RECURSOS GARANTIDORES DA ENTIDADE - HISTÓRICO</b>							
<b>Classes de ativos</b>	<b>2008</b>	<b>2010</b>	<b>2012</b>	<b>2014</b>	<b>2016</b>	<b>2018</b>	<b>2020</b>
<b>Renda fixa</b>	33,88%	29,72%	31,78%	34,52%	41,47%	42,61%	47,05%
<b>Renda variável</b>	60,11%	63,83%	59,32%	55,08%	47,67%	48,03%	43,95%
<b>Investimentos estruturados</b>		0,30%	0,47%	0,70%	0,55%	0,53%	0,53%
<b>Investimentos no exterior</b>				0,05%	0,07%	0,08%	0,15%
<b>Imobiliário</b>	2,78%	3,10%	5,02%	5,78%	6,18%	5,21%	5,08%
<b>Operações com participantes</b>	2,76%	3,05%	3,41%	3,80%	4,06%	3,55%	3,25%
<b>Derivativos</b>	0,47%			0,07%		-0,01%	-0,01%
<b>TOTAL</b>	<b>100,00%</b>						

Já o seu plano em formação, o Previ Futuro, opera na modalidade de contribuição variável, ou seja, o valor do benefício é calculado com base no saldo de conta acumulado pelo participante. Logo, a Previ proporciona aos associados a possibilidade de participar da gestão do plano, disponibilizando os perfis de investimento. Cada participante opta pelo perfil de investimento de acordo com o apetite e a tolerância ao risco, pois cada perfil de investimento é diferenciado pelo percentual de aplicação em ações ou pela data-alvo para aposentadoria.

A Previ possui uma Política de Gestão de Riscos que define os princípios de apetite e tolerância ao risco que a entidade deve assumir (por plano de benefícios), bem como as etapas dos ciclos de gestão de riscos (identificação, avaliação e mensuração, resposta, comunicação e monitoramento). Essa política é revisada a cada dois anos. Quanto ao tema sustentabilidade, verifica-se que a Previ possui forte atuação, com diversas iniciativas. Seu Relatório Anual segue as diretrizes da *Global Reporting Initiative* (GRI). Como consequência, seu relatório anual possui bastante informação sobre o tema sustentabilidade.

Também possui uma Política de Sustentabilidade e Melhores Práticas ASGI<sup>69</sup> desde 2020, que substituiu sua antiga Política de Responsabilidade Socioambiental, formulada originalmente em 2009. O documento reflete o alinhamento do Fundo aos princípios do Pacto Global da ONU, do qual é signatária, e aos esforços coletivos para cumprimento dos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) da ONU, que determina a inclusão de práticas ASG na estratégia e nas decisões de negócios, na

<sup>69</sup> A Entidade incluiu a letra "I" à conhecida ASG, para incluir a integridade na Política. O documento aborda, portanto, os aspectos ambientais, sociais, de governança e de integridade (ASGI).



análise de riscos e no relacionamento com as empresas participadas, bem como o estímulo a ações e programas de impacto socioambiental positivo.

A Entidade acompanha e avalia os impactos diretos de seus investimentos nas questões ASG por meio de relatórios mensais sobre a eficácia das Políticas de Investimentos, com avaliação qualitativas e quantitativas do desempenho dos planos. Também avalia seus ativos e suas empresas participadas em relação a cinco pilares: transparência, divulgação e responsabilidade; governança, controle e integridade; órgãos de governança; acionistas; e responsabilidade socioambiental.

Seu Manual de Melhores Práticas ASGI contempla os seguintes tópicos: mudança climática, energia, recursos naturais, biodiversidade, gestão de resíduos, consumidores, comunidade, fornecedores, diversidade, trabalhadores, gestão ASGI, práticas concorrenciais e integridade, e vedação de investimentos em empresas que tenham como atividade principal a comercialização de fumo e armas.

Esse Manual foi elaborado em 2020 para o público interno e tem como objetivo subsidiar a análise e a avaliação de empresas, de setores e do portfólio da Previ. Agrupados nos quatro pilares que formam a sigla ASGI (ambiental, social, governança e integridade), 13 indicadores foram considerados prioritários para as análises das companhias:

1. Pilar Ambiental: mudança climática, energia, recursos naturais, biodiversidade e gestão de resíduos;
2. Pilar Social: consumidores, comunidade, fornecedores, diversidade e trabalhadores;
3. Pilar Governança: gestão ASGI e práticas concorrenciais; e
4. Pilar Integridade: integridade.

A Entidade também instituiu um Plano Diretor de Sustentabilidade com o objetivo de concretizar as diretrizes constantes na Política de Sustentabilidade, e um Comitê de Sustentabilidade e Melhores Práticas ASGI, que objetiva discutir, avaliar e propor ações de sustentabilidade e melhores práticas ASGI, sob a ótica de riscos ou oportunidades, baseadas nos direcionamentos da Política e do Plano Diretor.

Desde 2006 a Entidade também faz parte do grupo dos 50 primeiros signatários do PRI, é afiliada ao *Carbon Disclosure Project* (CDP), maior movimento empresarial mundial para mitigação das mudanças climáticas, e ao Instituto Ethos de Empresas e Responsabilidade Social.

Ainda sobre sustentabilidade, em 2020, a Previ aderiu ao Código *Stewardship* da Amec, que conta atualmente com vinte e um signatários, dos quais quatro são Fundos de Pensão. Entre os compromissos assumidos está a publicação anual de um relatório com a descrição detalhada de suas atividades de *stewardship*, de acordo com os sete princípios listados no Código Amec. Esse relatório é parte integrante do Relatório Anual da Previ como Anexo.

Nesse relatório, a Entidade esclarece que sua Política de Investimentos reúne critérios que priorizam investimentos em empresas que se enquadrem nas melhores práticas ASGI, com incentivo à adoção pelas companhias de relatórios de sustentabilidade com padrão e formato mundialmente reconhecidos, como o GRI (*Global Reporting Initiative*), assim como a participação em iniciativas e pactos como o CDP e o Pacto Global das Nações Unidas.

Os aspectos ASGI também estão presentes na Política de Governança de Investimentos (PGI), que reúne parâmetros de análise prévia de cada classe de ativos. A atual versão da PGI incorpora o conceito de risco ASGI dentre os critérios de avaliação a serem observados em cada segmento de investimento.

A Previ realiza avaliação ASGI das empresas que compõem o IBRx-100 e de outras fora desse índice, a partir de um questionário estruturado em cinco pilares:

1. **Transparência, Divulgação e Responsabilidade:** envolve questões de qualidade de comunicação corporativa e do nível de transparência sobre o desempenho, a estratégia e os riscos dos negócios;
2. **Governança, Controle e Integridade:** analisa a estrutura da governança, da participação dos segmentos de listagem e índices de governança da B3, remuneração dos administradores, existência de auditoria interna vinculada

ao conselho de administração, estrutura de monitoramento de risco e *compliance*, entre outros;

3. Acionistas: avalia a existência de conflitos de interesse na gestão das companhias, conflitos societários em andamento, mecanismos de dispersão acionaria e incentivos a liquidez;
4. Órgãos de Governança: avalia questões relacionadas ao conselho de administração, existência de mecanismos formais de avaliação da diretoria executiva e autoavaliação do conselho de administração, existência de comitês de assessoramento, entre outras; e
5. Responsabilidade Socioambiental: avalia a participação das empresas em iniciativas ou programas relativos a sustentabilidade, a existência de política explícita contra quaisquer tipos de assédio e violência baseada em gênero e raça e evidências de medidas de governança que mitiguem os impactos sociais e ambientais. Além disso, verifica se as companhias integram algum cadastro de empresas que tenham submetido trabalhadores a condições análogas a escravidão e outras infrações trabalhistas, e se estão sendo investigadas ou foram punidas por questões de corrupção, fiscais e ambientais.

O resultado dessa avaliação serve de insumo para gerar o *Rating* ASGI, utilizado pela Entidade para:

- a) subsidiar a Previ no processo decisório de investimento e desinvestimento e de análise de títulos de dívida e de *equity* de empresas abertas e outros ativos que se mostrarem necessários, conforme definido na Política de Governança de Investimentos da Entidade;
- b) subsidiar o Mapeamento de Riscos Corporativos da Previ, no que diz respeito as avaliações dos riscos de governança das empresas participadas e de responsabilidade socioambiental das empresas participadas;
- c) acompanhar os aspectos de governança e identificar lacunas de práticas ambientais, sociais e de integridade corporativa das empresas,



a fim de direcionar as melhores formas de engajamento e valorização do ativo;

- d) avaliar a possibilidade da formação de uma “carteira ASGI”, composta apenas de ativos com presença destacada nesses critérios.

A Política de Voto para Participação em Assembleias de Companhias Abertas possui diretrizes gerais para nortear a participação da Previ nas assembleias gerais das empresas em que investe, incluindo a busca pela integração dos aspectos ASGI às suas atividades.

Verifica-se que a Previ possui forte atuação com relação à sustentabilidade. Como um dos maiores investidores institucionais do país, busca incentivar seus públicos de interesse na adoção das melhores práticas relacionadas à ética, à integridade e à sustentabilidade.

#### **4.4.2 Petros**

A Petros é o segundo maior Fundo de Pensão do país, com um patrimônio total de R\$ 116 bilhões e 141.463 participantes (65.183 ativos e 76.280 assistidos).

A Entidade foi originalmente criada para administrar o plano de benefícios patrocinado pela Petrobrás. Atualmente, a Petros administra 43 planos de previdência complementar<sup>70</sup>, oferecidos por diversas empresas, entidades e associações de classe, totalizando 124 patrocinadores, o que a torna o maior fundo de pensão multipatrocinado do país em recursos administrados. O sistema Petrobrás segue sendo seu maior patrocinador.

Seus 5 maiores planos são: Plano Petros do Sistema Petrobras-Repactuados (PPSP-R), o Plano Petros do Sistema Petrobras-Não Repactuados (PPSP-NR), o Plano Petros do Sistema Petrobras-Repactuados Pré-70 (PPSP-R Pré-70), o Plano Petros do Sistema Petrobras-Não Repactuados Pré-70 (PPSP-NR Pré-70) e o Plano

---

<sup>70</sup> São 10 Planos de Benefício Definido, 3 Planos de Contribuição Variável e 30 Planos de Contribuição Definida (sendo 17 planos patrocinados e 13 planos instituídos).

Petros-2 (PP-2), que, juntos, reúnem cerca de 90% dos participantes ativos e assistidos.

O Plano Petros dos Sistema Petrobrás (PPSP), criado na década de 1970, foi cindido em dois planos em 2018: o Plano Petros do Sistema Petrobrás-Repactuados (PPSP-R) e o Plano Petros do Sistema Petrobrás-Não Repactuados (PPSP-NR). Esses dois planos são constituídos na modalidade de benefício definido, patrocinados pela Petrobras, pela Petrobras Distribuidora e pela Petros. O benefício consiste numa renda mensal suplementar ao benefício concedido pela Previdência Social (INSS). A diferença entre eles está no fato de que o primeiro plano é formado pelos participantes que concordaram com a repactuação das regras do plano nos anos de 2006, 2007 e 2012<sup>71</sup>, e o segundo, por aqueles que não concordaram com a repactuação.

Esses dois planos de benefícios também sofreram cisão em 01/01/2020 e deram origem a outros dois planos: o Plano Petros do Sistema Petrobras-Repactuados Pré-70 (PPSP-R Pré-70) e o Plano Petros do Sistema Petrobras-Não Repactuados Pré-70 (PPSP-NR Pré-70). Esses dois planos também são constituídos na modalidade de benefício definido, patrocinados pela Petrobras e são destinados aos participantes do PPSP-R e do PPSP-NR, respectivamente, que integram o chamado Grupo Pré-70. Esse grupo é formado por empregados e ex-empregados da Petrobras admitidos anteriormente a 1º de julho de 1970, que se inscreveram até 1º de janeiro de 1996 e se mantiveram ininterruptamente vinculados à patrocinadora de origem até a obtenção da condição de assistidos no Plano Petros do Sistema Petrobras (PPSP) — que originou o PPSP-R. A Petrobras se responsabiliza por eventuais desequilíbrios no passivo do Pré-70, de acordo com regras específicas que regem a relação destes participantes com o plano.

O Plano Petros-2 (PP-2) é o maior de contribuição variável da Petros, criado em 2007 para os empregados admitidos pelas empresas do Sistema Petrobras que estavam sem previdência complementar devido ao fechamento do plano de benefício definido para novas adesões.

---

<sup>71</sup> A principal mudança decorrente da repactuação foi que os benefícios pagos pela Petros passaram a ser reajustados pelo IPCA, que mede a inflação oficial do país, em vez de seguir as tabelas salariais das patrocinadoras.

Em um primeiro momento, o PP-2 contou com a adesão de cinco patrocinadoras: Petrobras, Petrobras Distribuidora, Petros, Petroquisa e Refap (as duas últimas incorporadas à Petrobras em 2012). Posteriormente, outras empresas do sistema também assinaram contratos de adesão ao plano: Transpetro, TBG, Petrobras Biocombustível, Termobahia, Termomacaé, Stratura Asfaltos e Araucária Nitrogenados. Em 2018, o plano contava com 11 patrocinadoras. Esse plano está em fase de acumulação.

Plano	Características Associados	Perfil dos Patrocinadores	Destaque 2020
<b>Plano PPSP-R</b> (fechado p/ novas adesões)	Benefício definido oriundos  Petróleo Brasileiro SA BR Distribuidora Petros	Participantes do Plano PPSP que repactuaram as regras do plano nos anos de 2006, 2007 e 2012	<input type="checkbox"/> R\$ 54,2 bilhões em ativos <input type="checkbox"/> 43.934 associados
<b>Plano PPSP-NR</b> (fechado p/ novas adesões)	Benefício definido oriundos  Petróleo Brasileiro SA BR Distribuidora Petros	Participantes do Plano PPSP que não repactuaram as regras do plano nos anos de 2006, 2007 e 2012	<input type="checkbox"/> R\$ 14,1 bilhões em ativos <input type="checkbox"/> 11.965 associados
<b>Plano PPSP-R Pré-70</b> (fechado p/ novas adesões)	Benefício definido oriundos  Petróleo Brasileiro SA	Participantes do Plano PPSP-R, que integram o Grupo Pré-70	<input type="checkbox"/> R\$ 7,6 bilhões em ativos <input type="checkbox"/> 11.430 associados
<b>Plano PPSP- NR- Pré-70</b> (fechado p/ novas adesões)	Benefício definido oriundos  Petróleo Brasileiro SA	Participantes do Plano PPSP-NR, que integram o Grupo Pré-70	<input type="checkbox"/> R\$ 5,1 bilhões em ativos <input type="checkbox"/> 6.313 associados
<b>Plano PP-2</b> (aberto p/ novas adesões)	Contribuição variável  requereram inscrição a Multipatrocinado <sup>72</sup>	Empregados do Sistema Petrobrás que	<input type="checkbox"/> R\$ 30,6 bilhões em ativos <input type="checkbox"/> 50.560 associados partir de 26/06/2007



O patrimônio de cada plano pode ser melhor visualizado no gráfico a seguir:

---

<sup>72</sup> Petróleo Brasileiro S.A, BR Distribuidora, Petros, Transpetro, TBG, PBIO, TERMOBAHIA, TERMOMACAÉ, Stratura, PBLOG (Refap), Araucária Nitrogenados.

## Patrimônio por planos



Atualmente, grande parte dos recursos da Petros estão investidos em renda fixa, 66,99% de toda a carteira da Entidade. Há pouco investimento em renda variável, apenas 22,81%, e nenhum investimento no exterior.

Analisando a carteira de forma detalhada, verifica-se que a Petros aloca 44,91% dos recursos dos planos em títulos públicos federais. Eis a composição detalhada da carteira de investimentos da Petros:

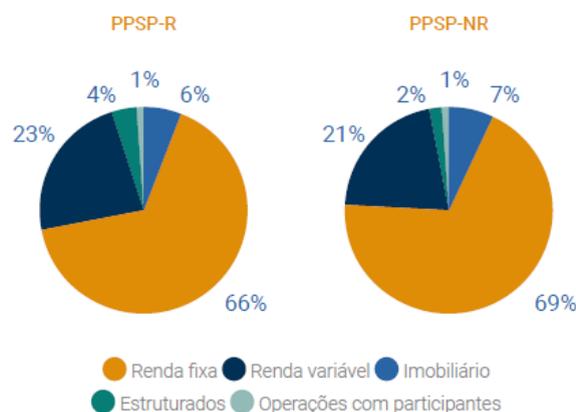
Discriminação	Valor	%
<b>RECURSOS</b>	<b>97.271.683.220,14</b>	<b>100</b>
<b>Renda Fixa</b>	<b>65.163.469.499,54</b>	<b>66,99</b>
Títulos Públicos Federais	43.686.999.232,37	44,91
Fundos de Renda Fixa	20.426.466.180,27	21,00
Títulos Privados	753.469.315,46	0,77
Títulos Públicos Estaduais	208.558.843,43	0,21
Fundo de Investimento em Direitos Creditórios	88.130.763,92	0,09
Contas a Pagar/Receber	-154.835,91	0,00
<b>Renda Variável</b>	<b>22.183.065.383,92</b>	<b>22,81</b>
Ações à vista	9.749.449.814,85	10,02
Fundo de Ações	12.419.854.286,43	12,77
Contas a pagar/receber	13.761.282,64	0,01
<b>Investimentos Estruturados</b>	<b>2.023.919.753,55</b>	<b>2,08</b>
Fundo de Investimento em Participação	348.025.441,58	0,36
Fundo Multimercado	1.623.825.756,20	1,67
Contas a Pagar/Receber	52.068.555,77	0,05

<b>Investimentos Imobiliários</b>	<b>4.080.436.633,47</b>	<b>4,19</b>
Imóveis	3.683.194.754,50	3,79
Fundos Imobiliários	368.539.974,90	0,38
Contas a Pagar/Receber	28.701.904,07	0,03
<b>Empréstimos e Financiamentos</b>	<b>2.911.248.932,77</b>	<b>2,99</b>
Empréstimos e Financiamentos	2.912.314.687,73	2,99
Contas a Pagar/Receber	-1.065.754,96	0,00
Acordo de Leniência J&F	858.335.664,40	0,88
Acordo de Leniência Odebrecht	49.857.671,55	0,05
Disponível/relacionados com o disponível	1.349.680,94	0,00

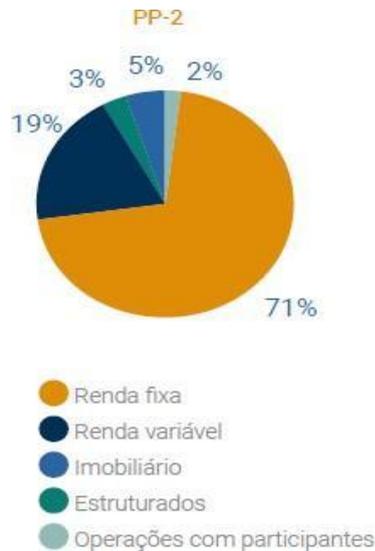
Quanto aos resultados, os Planos PPSP-R e PPSP-NR sofreram déficits sucessivos desde 2014, até que em 2020 apuraram superávits e uma rentabilidade acima da meta atuarial – O PPSP-R apurou resultado de 9,49% (meta atuarial de 9,15%) e o PPSP-NR rentabilizou 9,42% (meta atuarial de 9,08%).



Esses dois planos possuem a maior parte dos seus ativos alocados em renda fixa:



Já o Plano PP-2 registrou rentabilidade de 5,87%, frente a uma meta de 10,05%<sup>73</sup>. Porém, considerando o período de 24 meses, o plano acumula rentabilidade de 21,39%. A carteira desse Plano também possui a maior parte dos seus recursos alocados em renda fixa, cerca de 71% dos ativos:



A Petros possui uma Política de Gestão de Riscos que estabelece os princípios que norteiam a estratégia no controle e gerenciamento dos riscos financeiros e atuariais dos planos de benefícios. A política também estabelece uma estrutura de limite de riscos para cada plano de benefícios, de acordo com a característica do seu passivo, bem como define os papéis e responsabilidades de todos que participam da gestão de risco, com o objetivo de promover maior autonomia no gerenciamento dos riscos e segregar funções entre os tomadores e os responsáveis pela sua identificação, promovendo um monitoramento sistemático que permeia toda estrutura de riscos, aumentando a barreira aos riscos associados à gestão financeira e atuarial dos planos de benefícios.

A Entidade aderiu ao Código de Autorregulação em Governança Corporativa da Abrapp, documento que reúne um conjunto de princípios e diretrizes que devem

<sup>73</sup> O resultado abaixo da meta em 2020 está associado ao comportamento de alguns ativos que compõem a carteira do PP-2 e que, diante da crise, não tiveram rápida recuperação, além do fato de o plano ter cerca de 40% dos ativos com precificação marcada na curva, que não registra contabilmente os ganhos e perdas acumulados.

ser seguidos pelas EFPC no que se refere a boas práticas de governança corporativa, contribuindo para o desenvolvimento sustentável do setor.

A Petros possui uma Política de Investimentos para o período de 5 (cinco) anos, elaborada levando em consideração as características de cada plano de previdência, como modalidade, maturidade e obrigações, bem como o cenário econômico e os critérios de exposição a risco em busca de rentabilidade.

As políticas aprovadas pelo Conselho Deliberativo da Entidade em dezembro de 2020 têm como diretriz a desconcentração das carteiras, em busca de uma maior diversificação na sua composição, em especial em renda variável.

Com relação à sustentabilidade, a Petros inclui critérios de responsabilidade social nas suas políticas de investimentos desde 2003 e é signatária do PRI juntamente com outros Fundos de Pensão. A Entidade observa os Requisitos Ambientais, Sociais e de Governança (ASG) nas empresas investidas. Também é signatária do Código *Stewardship* da Amec, que define um conjunto de práticas de governança que visa garantir a sustentabilidade, a perenidade e a melhor relação risco-retorno dos investimentos.

Tais princípios são considerados na avaliação de exposição ao risco, na cobrança por engajamento de empresas investidas e na atuação dos conselheiros indicados pela Entidade, com o objetivo de aprimorar a aderência dessas companhias às boas práticas de governança corporativa.

A Petros também possui uma consultoria especializada que fornece relatórios para análise detalhada da exposição a riscos ASG dos ativos da Entidade e avaliação de novos investimentos.

Segundo consta no seu site, a Petros desempenha importante papel na disseminação da responsabilidade social entre as EFPC. Em 2004, a Entidade participou da elaboração dos Princípios de Investimentos Socialmente Responsáveis para Fundos de Pensão, iniciativa capitaneada pela Abrapp em parceria com o Instituto Ethos.

No mesmo ano, a Entidade adotou suas próprias Diretrizes e Políticas de Responsabilidade Social, ação pioneira entre os Fundos de Pensão. O documento estabelece princípios que devem estar presentes em todas as esferas de atuação e relacionamento. O modelo de gestão da Petros é construído com base em relações éticas, transparentes, solidárias e obedecem a oito princípios gerais:

1. Respeito à Declaração Universal dos Direitos do Homem, da ONU;
2. Transparência ao cumprir atribuições e finalidades e nas relações pessoais e institucionais;
3. Ética, conforme os princípios estabelecidos no Código de Condutas Éticas da Petros;
4. Respeito e incentivo à convivência democrática nas diversas instâncias de atuação;
5. Equidade, justiça e respeito à legislação vigente nas relações de trabalho;
6. Rejeição às formas de trabalho escravo e infantil;
7. Rejeição à discriminação e à exclusão social;
8. Sustentabilidade ambiental.

#### **4.4.3 Funcef**

A Fundação dos Economiários Federais – Funcef foi criada em 1977 e é o terceiro maior fundo de pensão do país, com R\$ 80 bilhões em ativos e 135,6 mil associados, sendo 83,6 mil ativos, 44,2 mil aposentados e 7,8 mil pensionistas. É patrocinada pela Caixa Econômica Federal (CAIXA) e tem entre seus valores a transparência, ética, gestão participativa, equidade, profissionalismo, comprometimento e sustentabilidade.

A Entidade administra 3 planos de benefícios: o Plano REG/Replan, o Plano REB e o Novo Plano.

O Plano de Benefícios REG/Replan foi o plano criado quando da fundação da Funcef, em 01/08/1977, e foi fechado para novas inscrições em 06/08/1998. É um plano de benefício definido e foi saldado em 2006, passando a ter duas modalidades, sendo a modalidade saldada aquela aplicada aos participantes que fizeram a opção

pelo saldamento durante as três aberturas do processo (2006, 2008 e 2010), e a modalidade não saldada para aqueles que não fizeram essa opção<sup>74</sup>. O Plano REG/Replan saldado é o maior plano da Funcef em volume de ativos.

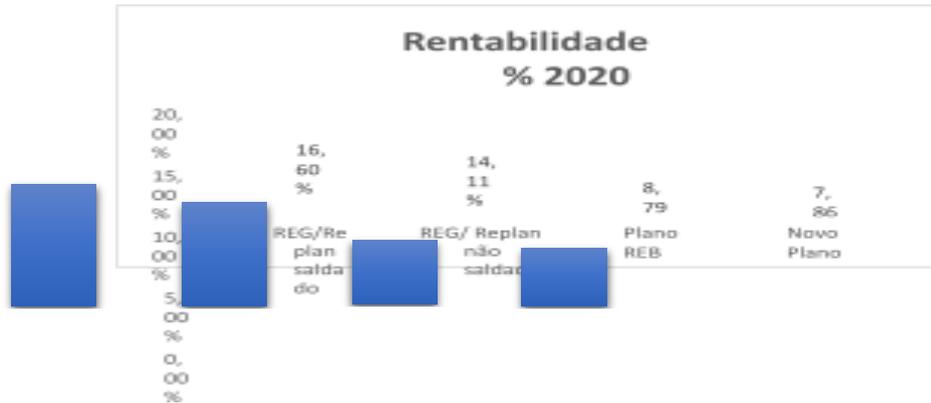
O Plano REB foi criado em 1998 e esteve aberto para novas inscrições de funcionários da CAIXA até 2006, quando foi criado o Novo Plano. Atualmente podem se associar a esse plano os empregados da Funcef em atividade. É operado na modalidade de contribuição variável.

O Novo Plano foi instituído em 2006, é o único aberto a novas inscrições pelos empregados da CAIXA e opera na modalidade de contribuição variável. É o maior plano em número de participantes e está em fase de acumulação.

Plano	Características	Perfil dos Associados	Destaque 2020
<b>Plano REG/Replan Saldado</b>	Benefício definido	Funcionários empossados no patrocinador até 05/08/1998 que optaram pelo saldamento	<input type="checkbox"/> R\$ 49,90 bilhões em ativos <input type="checkbox"/> 55.255 associados <input type="checkbox"/> R\$ 3,96 bilhões pagos em benefícios em 2020
<b>Plano REG/Replan Não Saldado</b>	Benefício definido	Funcionários empossados no patrocinador até 05/08/1998 que não optaram pelo saldamento	<input type="checkbox"/> R\$ 6,24 bilhões em ativos <input type="checkbox"/> 5.773 associados <input type="checkbox"/> R\$ 379 milhões pagos em benefícios em 2020
<b>Plano REB</b>	Contribuição variável	Funcionários da CAIXA que se inscreveram entre 1998 e 2006. Atualmente está aberto para funcionários da Funcef.	<input type="checkbox"/> R\$ 2,84 bilhões em recursos investidos <input type="checkbox"/> 7.683 associados <input type="checkbox"/> R\$ 53 milhões pagos em benefícios em 2020
<b>Novo Plano</b>	Contribuição variável	Funcionários da CAIXA empossados a partir de 2006	<input type="checkbox"/> R\$ 21,34 bilhões em recursos investidos <input type="checkbox"/> 84.609 associados <input type="checkbox"/> R\$ 463 milhões pagos em benefícios em 2020

Os planos apresentaram rentabilidade positiva em 2020:

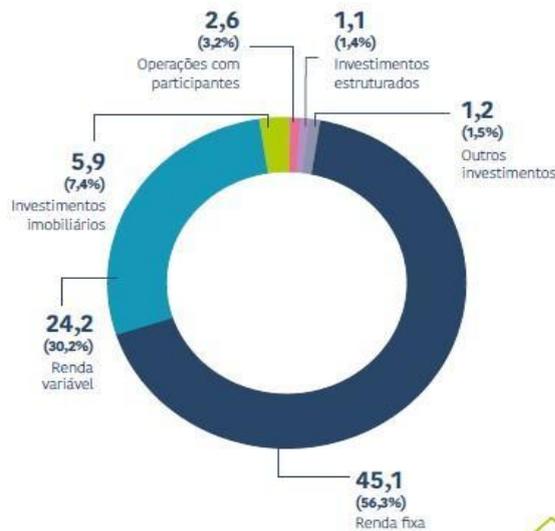
<sup>74</sup> Plano Saldado é um plano em extinção cujo benefício pleno programado foi proporcionalizado na data-base do saldamento, geralmente com cessação das contribuições normais. No caso da Funcef, os funcionários da ativa que optaram pelo saldamento tiveram que aderir ao Novo Plano.



A Funcef possui plano de equacionamento em razão da existência de déficits técnicos nos planos REG/Replano em 2014, 2015 e 2016. O bom resultado de 2020 permitirá a redução dos equacionamentos.

A maior parte dos recursos da Funcef está alocada em renda fixa, que representa 56,3% dos seus investimentos, seguida da renda variável, 30,2%. A Funcef também não possui investimento no exterior.

### CARTEIRA CONSOLIDADA DA FUNCEF EM 2020 (R\$ BILHÕES)



A Funcef elabora sua política de investimentos para o período de 5 anos, revista anualmente. Como o objetivo da sua política é garantir o pagamento de benefícios aos participantes, a macroalocação não se resume apenas a rentabilizar os recursos recebidos, ela também olha o nível de risco dos investimentos e a necessidade de recursos em caixa.

Abaixo, a carteira detalhada dos investimentos da Funcef:

<b>FUNCEF CONSOLIDADO</b>		
<b>Segmentos de Aplicação(Res. CMN 4.661/18)</b>	<b>Valor/Percentual Alocado em Dez/2020</b>	
	<b>R\$</b>	<b>%</b>
<b>Renda Fixa</b>	<b>45.153.326.406,71</b>	<b>56,21423%</b>
Títulos Públicos	158.532.120,63	0,19737%
Créditos Privados e Depósitos	427.019.963,31	0,53162%
Fundos de Investimentos	44.567.774.322,77	55,48524%
Derivativos	-	0,00000%
<b>Renda Variável</b>	<b>24.236.913.537,48</b>	<b>30,17406%</b>
Ações	1.941.364.065,19	2,41693%
Fundos de Investimentos	22.295.549.472,29	27,75714%
<b>Estruturado</b>	<b>1.079.296.307,95</b>	<b>1,34368%</b>
Fundos de Investimentos	1.079.296.307,95	1,34368%
<b>Imobiliário</b>	<b>5.909.201.648,90</b>	<b>7,35674%</b>
Créditos Privados e Depósitos	2.178.227,93	0,00271%
Fundos de Investimentos	690.274.241,60	0,85937%
Imóveis	5.216.749.179,37	6,49466%
<b>Operações com Participantes</b>	<b>2.813.390.574,84</b>	<b>3,50257%</b>
<b>Disponível</b>	<b>1.844.467,95</b>	<b>0,00230%</b>
<b>Outros</b>	<b>1.195.977.715,80</b>	<b>1,48895%</b>
<b>Contencioso de Investimentos</b>	<b>-66.287.325,82</b>	<b>-0,08253%</b>
<b>Total RGPB Consolidado FUNCEF</b>	<b>80.323.663.333,81</b>	<b>100,00000%</b>

A Funcef foi o primeiro Fundo de Pensão do país a aderir ao Código *Stewardship* da Amec, em 2018. A Entidade aderiu ao Código de Autorregulação da Abrapp também em 2018 e é signatária do PRI desde 2007.

Não há mais informações sobre adesão a práticas sustentáveis pela Funcef no seu site ou nos seus Relatórios Anuais.

#### **4.4.4 Síntese das análises**

É possível concluir, em uma análise preliminar dos seus relatórios anuais, que as três entidades possuem algumas características comuns, porém, com estratégias distintas quanto aos investimentos.

As três entidades possuem como maior plano (maior concentração de ativos) planos BD, que estão maduros e fechados para novas adesões. Isso significa que essas entidades necessitam de liquidez para pagamento dos benefícios concedidos, reduzindo a possibilidade de grandes alocações de recursos desses planos em ativos de longo prazo e de maior risco, como a renda variável. Por outro lado, o segundo maior plano administrado por essas Entidades são seus planos de contribuição variável, abertos a novas adesões e em fase de acumulação, o que permite assumir maiores riscos em investimentos de longo prazo, observados os perfis de investimento, quando houver.

Apesar de haver essas possibilidades, verifica-se que Petros e Funcef são conservadoras nos seus investimentos, pois a maior parte dos seus ativos estão alocados em renda fixa (66,99% e 56,3%, respectivamente). Apenas a Previ possui uma maior diversificação na sua carteira, com um histórico de altos investimentos em renda variável, que vem sendo reduzido em razão da maturidade do seu plano BD. Ainda assim, a Entidade investe 43,95% dos seus ativos em renda variável, contra os 22,81% da Petros e 30,2% da Funcef.

A Petros informa no seu relatório anual que sua política de investimentos aprovada em dezembro de 2020 tem como diretriz a diversificação da sua carteira com o aumento de seus investimentos em outros segmentos, principalmente renda variável.

Quanto à sustentabilidade, Previ e Petros acompanham e avaliam os impactos diretos de seus investimentos sobre questões ASG, priorizando os investimentos em companhias que se enquadrem nas melhores práticas ASG, além de serem engajadas perante as empresas investidas. A Previ é a única Entidade que adota as diretrizes da *Global Reporting Initiative* (GRI) para elaboração do seu relatório anual, logo, é a entidade que disponibiliza informações mais completas sobre o tema.

A Funcef informa que é signatária do PRI, do Código *Stewardship* da Amec e do Código de Autorregulacao da Abrapp. Porém, não divulga suas iniciativas sobre

sustentabilidade, não sendo possível analisar se a Entidade adota os critérios ASG na análise dos seus investimentos.

Conclui-se, portanto, que é possível possuir uma carteira diversificada (e assim contribuir de forma mais efetiva com o desenvolvimento), considerar os fatores ASG e obter a rentabilidade necessária para cumprir seu dever fiduciário, como é o caso da Previ. A Entidade possui histórico de altos investimentos em renda variável, adota os critérios ASG e seu plano de benefício definido acumula sucessivos superávits. Verifica-se, também, que investimento em renda fixa não é garantia de bons retornos, uma vez que Petros e Funcef concentram seus ativos nesse segmento e as duas entidades possuem histórico de déficits em exercícios passados.

#### **4.5 Dilemas em transição: um olhar crítico para o problema**

As constatações e análises do presente trabalho fazem emergir alguns dilemas, cuja síntese apresentamos para a melhor fixação dos achados epistemológicos da presente pesquisa.

Está claro que no dilema da diversificação das carteiras, medida importante para que as EFPC contribuam de forma mais efetiva com o desenvolvimento econômico, serão necessários incentivos governamentais ou redução dos limites máximos de aplicação em renda fixa.

Quanto ao dilema de uma maior adoção dos critérios ASG pelas EFPC na análise dos seus investimentos, será oportuno notar que sua solução passa pela modificação na legislação, para que haja divulgação mandatória de dados ASG pelas companhias e emissores, de forma padronizada, adotando-se modelos internacionais.

Essa solução também resolveria o dilema relacionado ao problema do *greenwashing* e do *socialwashing*, que são as ações pouco ou nada efetivas usadas com fins de marketing.

O debate sobre os dilemas apresentados integra as conclusões a seguir.

## CONCLUSÕES

O presente estudo se propôs a analisar o papel dos Fundos de Pensão no desenvolvimento sustentável do país. Foi possível constatar que as EFPC são grandes investidoras institucionais, administradoras de cerca de R\$ 1,03 trilhões em ativos (ref. set. 2021), que são investidos no mercado financeiro e nos setores produtivos.

São entidades privadas que desempenham fins sociais, pois além de permitirem aos participantes a manutenção do padrão de renda na aposentadoria e serem importante ferramenta de recursos humanos para os patrocinadores, é instrumento de investimento de longo prazo, que viabiliza a capitalização de empresas, o financiamento de projetos de infraestrutura, o desenvolvimento do setor imobiliário e o aumento dos postos de trabalho.

As alterações legislativas das últimas décadas permitem afirmar que o Poder Público tem procurado fomentar e ampliar o sistema, pois além diminuir os gastos do Estado com a previdência social, os Fundos podem ser instrumentos a favor da política econômica estatal, possuindo papel relevante no desenvolvimento econômico.

Em razão do seu fim social, o Estado também exerce a regulação do sistema de previdência complementar. A Lei atribui ao Estado a disciplina, coordenação e supervisão do sistema para compatibilizá-lo com o desenvolvimento econômico- financeiro, bem como a determinação de padrões mínimos de segurança econômico- financeira e atuarial, de modo a preservar a liquidez, solvência e equilíbrio dos planos. Nessa linha, o CMN estabelece os limites máximos por seguimento de aplicação e por emissor, com o fim de limitar riscos.

Os recursos administrados pelos Fundos precisam ser adequadamente rentabilizados, considerando a meta atuarial do plano ou o índice de referência. Por isso, a importância da diversificação da carteira de investimentos.

Sabemos que a diversificação da carteira de investimentos com diferentes ativos é relevante pois permite maior rentabilidade e diminuição do risco. A

diversificação também contribui de forma mais ampla com o desenvolvimento econômico. O investimento em renda fixa é relevante, pois possibilita o financiamento do Estado por meio dos títulos públicos, bem como o financiamento das empresas por meio de títulos privados. No entanto, o investimento diretamente nas companhias por meio da renda variável permitiria um maior engajamento do investidor na companhia investida, além de contribuir diretamente com o setor produtivo. O mesmo raciocínio se aplica aos demais segmentos – imobiliário e estruturado.

Atualmente, essa diversificação praticamente não ocorre, pois apesar das diversas possibilidades de investimentos, os Fundos ainda são conservadores na alocação dos seus ativos, possuindo grande parte dos investimentos alocados no segmento de renda fixa<sup>75</sup> (74,6%, se considerar setembro de 2021), a maioria em fundos de investimentos de renda fixa (57,2%). As EFPC ainda investem pouco em renda variável e em ativos alternativos, tais como investimentos estruturados (que inclui os FIPs), fundos imobiliários e operações com participantes.

Esse caráter conservador é decorrente da elevada taxa de juros praticada no Brasil, o que torna os títulos de renda fixa atrativos, pois apresentam rentabilidade suficiente para os planos atingirem a meta atuarial ou o índice de referência, sem a necessidade de exposição a riscos mais elevados. Associado a esse fato, há também que considerar que os planos BD são os que possuem maior quantidade de recursos, por serem os planos mais antigos e, conseqüentemente, são os que estão mais maduros, com maioria dos seus participantes em gozo de benefício, o que demanda maior liquidez nos investimentos, explicando, assim, a preferência pela renda fixa.

Um dos caminhos para ponderação macroeconômica e decisão do Banco Central do Brasil será a manutenção da taxa básica de juros em patamares menores, implicando dizer que os administradores teriam que buscar a diversificação de suas carteiras, para que seja possível atingir a meta atuarial.

E há inúmeras possibilidades no mercado, como o investimento diretamente nas companhias ou por meio de fundos de participações (FIP), possibilitando, assim,

---

<sup>75</sup> Abarca os títulos públicos, créditos privados e depósitos, e fundos de renda fixa.



o desenvolvimento dessas empresas, criação de novos projetos e a geração de novos empregos. Há, inclusive, experiências positivas de alguns Fundos que obtiveram boa rentabilidade em FIPs.

Os FIs também são alternativas para diversificação da carteira, principalmente com a proibição de investimento diretamente em imóveis, trazida pela Resolução CMN nº 4661/2018. Ademais, os FIs viabilizam o desenvolvimento imobiliário.

Além de serem importantes instrumentos para diversificação da carteira dos Fundos, os investimentos alternativos também são mecanismos para o desenvolvimento econômico, razão pela qual merecem maior atenção do Estado em suas políticas públicas (como por exemplo, o estabelecimento da limitação de responsabilidade do investidor pelas perdas em todos os tipos de fundos de investimentos). E esse desenvolvimento econômico precisa ocorrer de forma sustentável, pois as mudanças climáticas e a escassez de recursos são uma realidade.

O desenvolvimento econômico nas economias modernas vem recebendo influxos na agenda de sustentabilidade. Referido movimento começa a gerar iniciativas que transcendem o papel exclusivamente formal e passa a exigir ações que provoquem impactos no mundo da realidade.

A sustentabilidade tem sido tema de diversos Fóruns e Conferências Mundiais, cabendo destaque à Agenda 2030 da ONU. No Brasil, o desenvolvimento sustentável tem previsão constitucional, considerado como direito fundamental, e tem sido pauta entre os grandes investidores, que deixaram de se preocupar apenas com o lucro, passando a focar também em temas relacionados ao meio ambiente e aos aspectos sociais e à responsabilidade social corporativa.

Nos últimos tempos, os resultados de uma organização tem sido medidos de forma mais ampla, considerando os aspectos sociais, econômicos e ambientais (conhecidos como *Triple Bottom Line*, ou tripé de sustentabilidade). Pesquisas demonstram que empresas que adotam melhores práticas de sustentabilidade

possuem menor volatilidade no mercado de ações, apresentam maior vantagem competitiva no longo prazo e oferecem riscos mais baixos.

Companhias que não se adaptarem à sustentabilidade, com foco em questões sociais, ambientais e de governança, tenderão a perder mercado no médio e longo prazo.

Diversas iniciativas têm sido adotadas por organismos e entidades com a finalidade de auxiliar os investidores na incorporação dos fatores ambientais, sociais e de governança (ASG) nas decisões de investimento e na gestão dos ativos, tais como o PRI, a B3, as Recomendações da TCFD, as Diretrizes da *Global Reporting Initiative*, o Código Amec de *Stewardship*, o CDP, o *GHG Protocol*, o Registro Público de Emissões, o IPC Investidores pelo Clima, o Climate Action 100+, dentre diversos outros.

Pesquisas têm demonstrado que os principais motivos para adoção dos critérios ASG pelos investidores na gestão e na tomada de decisões estão relacionados à performance financeira, à mitigação de riscos dos investimentos, à promoção de mentalidade de longo prazo, às crenças pessoais, às demandas dos beneficiários finais, à responsabilidade ética e à necessidade de levar mudanças para as empresas.

No entanto, também foram constatadas diversas barreiras para a adoção dos critérios ASG, tais como preocupação com a performance dos investimentos e com o dever fiduciário, custos de transação com a adoção da análise ASG, falta de materialidade para a performance dos investimentos, ausência de padronização para mensuração de performance ASG, carência de incentivo e de conhecimento de analistas e gestores sobre o tema ASG, dentre outras. Mas a maior barreira, apontada de forma unânime pelo mercado, é a falta de informação pelas empresas, ou sua qualidade, padronização e confiabilidade, visto que a divulgação das informações ASG é feita de forma voluntária pelas companhias.

As companhias não estão obrigadas a ter uma política de ASG, mas se decidir declarar, deve fazê-lo de maneira padronizada, para propiciar a verificação de



performance por meio de indicadores de evolução, além da comparação com outras companhias do mesmo segmento e outros. Tal mecanismo permitirá melhor controle governamental e social, superando o velho axioma de: “faça o que eu digo e não faça o que eu faço” para “faça o que eu digo e faça”.

Em um rápido cenário de risco climático em evolução, transparência e questões relacionadas ao clima são cada vez mais críticas para investidores, credores e subscritores de seguros para a tomada de decisões. É de extrema importância a transparência na precificação de risco - incluindo riscos relacionados às mudanças climáticas - para apoiar decisões eficientes de alocação de capital.

As EFPC, como grandes investidoras institucionais, também precisam considerar a adoção dos fatores ASG no processo de investimentos, pois mitiga o risco do investidor, uma vez que empresas que não seguem os padrões desejados no que se refere ao meio ambiente, às relações de trabalho e à sua governança, expõem-se a riscos legais, sociais e financeiros, comprometendo, assim, sua capacidade de gerar valor a longo prazo. E como importantes *players* do mercado produtivo e financeiro, adotando os fatores ASG as EFPC podem criar um efeito multiplicador em todo o mercado de investimento.

Por esse motivo, diversas iniciativas têm sido adotadas no âmbito do sistema de previdência complementar fechada. A Abrapp tem se tornado importante mobilizadora das EFPC nesse tema, com a publicação de diversos Guias para as Entidades.

Em pesquisa realizada pela Abrapp, publicada em setembro de 2021, verificou-se que um número considerável de Fundos são signatários em algumas iniciativas, como o PRI, Pacto Global, CDP e Código Amec de *Stewardship*.

A maioria da EFPC possui abordagem de investimento responsável formalizada, no entanto, poucas Entidades alocam recursos em ativos que buscam ter impacto positivo intencional nos temas ASG, o que demonstra que há um longo caminho a ser construído para uma transição rumo à economia verde. Apesar das diversas iniciativas do setor, ainda há pouca adoção dos Princípios ASG como

práticas de gestão, especialmente os relacionados a riscos sociais e ambientais, sendo que o desafio é maior entre as Entidades de menor porte.

A Abrapp também apurou que há a necessidade de indicadores que norteiem a comunicação de impactos sobre mudanças climáticas, direitos humanos e corrupção, sendo que a estrutura da GRI para relatórios de sustentabilidade ajudaria a identificar, coletar e relatar as informações de maneira clara e comparável, direcionando a estratégia de gestão e embasando decisões para garantia de perenidade das EFPC.

A Previc está atenta ao tema, possuindo diversas iniciativas de incentivo para a questão da sustentabilidade, como a publicação do Guia Previc de Melhores Práticas em Investimentos na Previdência Complementar Fechada e Guia Previc de Melhores Práticas de Governança para Entidades Fechadas de Previdência Complementar.

Com o fim de subsidiar estudo sobre regulação relacionada à sustentabilidade, no início de 2021, a Previc realizou pesquisa sobre a utilização ASG pelas EFPC, onde foi apurado que um número considerável de EFPC utiliza fatores ASG na sua análise de riscos (56% dos respondentes). Foi constatado que a padronização e melhora da qualidade das informações pela empresa é essencial para a ampliação do uso dos aspectos ASG pelas EFPC. A Previc concluiu que, apesar da adoção dos critérios ASG pelas Entidades, ainda há muito espaço para avançar.

A legislação vigente que regulamenta os investimentos das EFPC dispõe que as Entidades deverão observar os aspectos relacionados à sustentabilidade econômica, ambiental e social na análise de riscos que precede a aquisição de ativos “sempre que possível”. A Previc tem incentivado a adoção da prática ASG, mas sem obrigatoriedade, pois a Autarquia entende que é preciso avaliar seu papel em relação ao tema ASG. Por ora, as iniciativas ocorrem no âmbito da autorregulação, mediante adesão voluntária a códigos de condutas.

Há que se considerar que o objetivo primevo do Fundo é pagar benefício previdenciário e para isso tem que obter rentabilidade observando a meta atuarial ou



índice de referência estabelecidos. Logo, colocar como obrigatoriedade das EFPC investir seus recursos sempre considerando critérios ASG pode limitar as opções de investimento e a Entidade pode perder bons negócios, comprometendo o atingimento da meta atuarial. No entanto, foi constatado pelo PRI que a regulação é um importante motivador para adoção dos critérios ASG.

Ultrapassadas as constatações, é possível afirmar que há dilemas a serem superados. Primeiramente, é preciso que as EFPC busquem uma maior diversificação das suas carteiras, o que permitiria uma maior participação no desenvolvimento econômico, sem perder de vista a liquidez necessária para o cumprimento de suas obrigações, bem como a rentabilidade e segurança dos investimentos.

Os investimentos que sempre buscam um “porto seguro” não podem esperar o melhor dos dois mundos: tenderá ao fracasso. O dilema rentabilidade vs. segurança está na gênese da rentabilização, mas os riscos lhe são inerentes. Sabemos que a diversificação da carteira de investimentos com diferentes ativos é relevante, pois permite maior rentabilização e diminuição do risco no longo prazo.

Uma política de investimentos direcionada à diversificação dos ativos permitiria ao Fundo não apenas perseguir a meta atuarial ou os índices de referência, mas também mitigar os riscos a que estão expostos nos seus investimentos e contribuir de modo mais efetivo com o Estado no desenvolvimento econômico.

Outro dilema a ser apontado é a necessidade de maior adoção dos critérios ASG pelas EFPC na análise dos seus investimentos. Para isso, há que ser solucionado o problema da falta de informações confiáveis pelas companhias e emissores sobre os aspectos ASG, sua qualidade e padronização, maior barreira para a adoção dos critérios pelos investidores. Isso ocorre porque a divulgação de informações é voluntária.

A preocupação do mercado com a agenda ASG está aumentando a cada ano e não se trata de mero “modismo”, mas da própria sobrevivência das empresas que não se tornarem sustentáveis. Há um aumento crescente da oferta de produtos sustentáveis. A falta de padronização das informações também favorece os

chamados



*greenwashing* e *socialwashing*, que são as ações pouco ou nada efetivas usadas com fins de marketing – companhias com falsa aparência de ser sustentável, apenas para atrair investidores e consumidores.

A fim de colocar em nível mais avançado os estudos prospectivos dos dilemas de que cuida esta dissertação, para enfrentar o dilema da diversificação das carteiras, propõe-se a criação de incentivos e fomento pelo Estado – tema para outro trabalho futuro –; alternativamente, que o CMN adote a redução dos limites máximos de aplicação em renda fixa, observada a maturidade do plano de benefícios, uma vez que a norma atual permite investir até 100% dos recursos do plano. A fixação de limites percentuais menores em renda fixa faria com que os Fundos necessariamente tivessem que buscar investimentos em outros segmentos.

Quanto ao dilema da maior adoção dos critérios ASG pelas EFPC na análise dos seus investimentos, propõe-se que os reguladores editem normas que aumentem os requerimentos de transparência aos investidores institucionais, bem como prevejam divulgação mandatória de dados ASG pelas companhias e emissores, de forma padronizada. As recomendações para divulgações financeiras relacionadas às mudanças climáticas elaboradas pela TCFD e as normas do *Global Reporting Initiative* (GRI) para relatórios de sustentabilidade (que tem considerável alinhamento com as Recomendações da TCFD) poderiam subsidiar a regulação sobre a divulgação das informações padronizadas<sup>76</sup>. Essa normatização também solucionaria o problema do *greenwashing* e do *socialwashing*.

Com a divulgação de informações consistentes e confiáveis, as EFPC são naturalmente encorajadas a adotar as práticas ASG na análise dos seus investimentos; esse é o primeiro passo. Em um futuro próximo, com o mercado mais maduro nesse tema, propõe-se que o Estado (CMN) estabeleça percentuais mínimos dos recursos da EFPC a serem investidos considerando os critérios ASG, que pode ocorrer de modo escalonado.

---

<sup>76</sup> A exemplo do que fez o Banco Central recentemente, que anunciou os requisitos de divulgação obrigatórios pelas instituições financeiras alinhados ao TCFD.

Em estudo de caso, constatou-se que é possível ter uma carteira diversificada (e assim contribuir de forma mais efetiva com o desenvolvimento), considerar os fatores ASG e obter a rentabilidade necessária para cumprir seu dever fiduciário, como é o caso da Previ, que possui histórico de altos investimentos em renda variável, adota os critérios ASG e tem cumprido a meta atuarial e o índice de referência nos seus planos.

Há que se considerar, também, a atuação da Previc. Não podemos perder de vista que, ao integrar o Sistema Financeiro Nacional (SFN), as intervenções da Previc devem respeitar os critérios gerais do SFN, seguidos pelas deliberações do CMN – o CMN é o órgão competente para estabelecer as diretrizes sobre investimento das EFPC, porém, os procedimentos são detalhados pela Previc que, inclusive, dispõe sobre as informações mínimas que devem conter a política de investimentos, dentre elas, as referentes às avaliações dos riscos dos investimentos. E os critérios ASG precisam ser considerados nas análises de risco.

Uma vez que as informações ASG sejam padronizadas e de divulgação obrigatória e o CMN estabeleça percentuais mínimos de investimento considerando os critérios ASG, a Previc precisa incluir nos seus normativos a obrigatoriedade de a política de investimentos conter procedimentos e critérios relativos à avaliação dos riscos ASG.

Essa proposta estaria em linha com as recentes iniciativas estatais para promover o desenvolvimento sustentável, tal como o Programa Nacional de Crescimento Verde, que necessitará de recursos privados. Referida solução traria menores riscos às EFPC no longo prazo e contribuiria com o desenvolvimento sustentável do país, colocando o estudo e a prática da sustentabilidade nas EFPC em patamares mais avançados.

## REFERÊNCIAS

AGOSTINO, J. S. **Uma análise dos fatores que podem contribuir para um maior grau de adoção da análise ASG pelos gestores de recursos no mercado brasileiro**. 2021. 148 p. Dissertação (Mestrado em Gestão para Competitividade) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2021.

ALVES, F. S. **Investimentos dos Fundos de Pensão no Brasil: restrições às alocações em projetos com preocupações socioambientais**. 2007. Dissertação (Mestrado em Economia e Desenvolvimento) – Faculdade de Administração, Contabilidade e Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2007.

ALVIM, R. C. M. Uma história crítica da legislação previdenciária brasileira. **Revista de Direito do Trabalho**. São Paulo, v. 4, n. 18, p. 9-44, mar.-abr. 1979.

AMEL-ZADEH, A.; SERAFEIM, G. Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey. **Financial Analysts Journal**, v. 74, n. 3, p. 87–103, 2018. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2925310](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2925310). Acesso em: 09 out. 2021.

ANGOTI, L. R. M. **Gestão de risco e controle para os fundos de pensão dos servidores públicos**, [201?]. Disponível em: <https://www.funpresp.com.br/wp-content/uploads/2020/07/Gestão-de-Risco-e-Controle-para-os-Fundos-de-Pensão-dos-Servidores-Públicos.-Autor-Lu%C3%ADs-Angoti.pdf>. Acesso em: 22 nov. 2021.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS. **2ª Pesquisa de Sustentabilidade**, 2018. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/4C/92/36/CF/D6C17610167AA07678A80AC2/Relatorio-Sustentabilidade-2018.pdf>. Acesso em: 10 out. 2021.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS. **Guia ASG: Incorporação dos Aspectos ASG nas Análises de Investimento**, 2020. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/1A/50/EE/31/BFDEF610CA9C4DF69B2BA2A8/ANBIMA-Guia-ASG-2019.pdf>. Acesso em: 09 out. 2021.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR. **Consolidado Estatístico**. São Paulo, dez. 2007. Disponível em: <https://www.abrapp.org.br/consolidado-estatistico/>. Acesso em: 01 jun. 2021.



ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR. **Consolidado Estatístico**. São Paulo, dez. 2020. Disponível em: <https://www.abrapp.org.br/consolidado-estatistico/>. Acesso em: 01 jun. 2021.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR. **Consolidado Estatístico**. São Paulo, set. 2021a. Disponível em: <https://www.abrapp.org.br/consolidado-estatistico/>. Acesso em: 01 jun. 2021.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR. **Elaboração de Relatórios de Sustentabilidade para EFPCS**. São Paulo, 2012. Disponível em: <https://www.abrapp.org.br/a-abrapp/sustentabilidade/>. Acesso em: 28 out. 2021.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR. **Guia da EFPC Responsável: Seleção e Monitoramento de Gestor Terceirizado com Critérios ASG**. 1. ed. São Paulo, set. 2017. Disponível em: <https://www.abrapp.org.br/a-abrapp/sustentabilidade/>. Acesso em: 13 out. 2021.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR. **Guia de Melhores Práticas em Sustentabilidade**. São Paulo, nov. 2014. Disponível em: <https://www.abrapp.org.br/a-abrapp/sustentabilidade/>. Acesso em: 13 out. 2021.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR. **Guia Prático para Integração ASG na Avaliação de Gestores**. 2ª ed. São Paulo, 2019. Disponível em: <https://www.abrapp.org.br/a-abrapp/sustentabilidade/>. Acesso em: 02 nov. 2021.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR. **Relatório de Sustentabilidade das Entidades Fechadas de Previdência Complementar**. 2ª ed. São Paulo, 2021b. Disponível em: <https://www.abrapp.org.br/a-abrapp/sustentabilidade/>. Acesso em: 04 nov. 2021.

ASSOCIAÇÃO DE INVESTIDORES NO MERCADO DE CAPITAIS. **Código AMEC de Princípios e Deveres dos Investidores Institucionais STEWARDSHIP**. São Paulo, 2016. Disponível em: <https://amecbrasil.org.br/stewardship/codigo/>. Acesso em: 11 jul. 2021.

B3. **ISE B3**, c2019. O que é o ISE B3. Disponível em: <http://iseb3.com.br/o-que-e-o-ise>. Acesso em 29 nov. 2021.



B3. **Novo Valor - Sustentabilidade nas Empresas:** Como começar, quem envolver e o que priorizar. São Paulo, 2016. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/1A/D7/91/AF/132F561060F89E56AC094EA8/Guia-para-empresas-listadas.pdf>. Acesso em: 10 out. 2021.

B3. **Participação dos Investidores.** São Paulo, jul. 2021. Disponível em: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/participacao-dos-investidores/volume-total-acumulado-mensal/](http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/participacao-dos-investidores/volume-total-acumulado-mensal/). Acesso em: 19 set. 2021.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO. **Programa Nacional de Desestatização. Relatório de Atividades 1999.** Rio de Janeiro, 2000. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/4206>. Acesso em: 21 jun. 2021.

BELTRÃO, K. I. *et al.* Análise da estrutura da previdência privada brasileira: Evolução do aparato legal. **Texto para discussão.** n. 1043. Brasília : IPEA, set. 2004. Disponível em: <http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/2205>. Acesso em: 14 mar. 2021.

BODIE, Zvi; MERTON, R. C. **Finanças.** 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2006.

BOSELDMANN, K. **O princípio da sustentabilidade:** transformando direito e governança. Tradução: Phillip Gil França. 1. ed. São Paulo : Editora Revista dos Tribunais, 2015. *E-book.* Disponível em: <https://proview.thomsonreuters.com/launchapp/title/rt/monografias/104402678/v1/document/104739695/anchor/a-104721641>. Acesso em 06 out. 2021.

BRASIL. Constituição, 1988. **Constituição da República Federativa do Brasil.** Brasília : Senado Federal, 1988.

BRASIL. **Decreto nº 81240/78,** de 20 de janeiro de 1978. Regulamenta as disposições da Lei nº 6.435, de 15 de julho de 1977, relativas às entidades fechadas de previdência privada. Diário Oficial da União. Brasília, DF, 24 jan. 1978. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto/Antigos/D81240.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/Antigos/D81240.htm). Acesso em: 23 fev. 2021.

BRASIL. **Decreto nº 10846/2021,** de 25 de outubro de 2021. Institui o Programa Nacional de Crescimento Verde. Diário Oficial da União. Brasília, DF, 26 nov. 2021. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2019-2022/2021/Decreto/D10846.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/Decreto/D10846.htm). Acesso em: 20 dez. 2021.

BRASIL. **Lei Complementar nº 108/2001**, de 29 de maio de 2001. Dispõe sobre a relação entre a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios, suas autarquias, fundações, sociedades de economia mista e outras entidades públicas e suas respectivas entidades fechadas de previdência complementar, e dá outras providências. Diário Oficial da União. Brasília, DF, 30 maio 2001. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lcp/lcp108.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp108.htm). Acesso em: 23 fev. 2021.

BRASIL. **Lei Complementar nº 109/2001**, de 29 de maio de 2001. Dispõe sobre o Regime de Previdência Complementar e dá outras providências. Diário Oficial da União. Brasília, DF, 30 maio 2001. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lcp/lcp109.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp109.htm). Acesso em: 23 fev. 2021.

BRASIL. **Lei nº 6435/77**, de 15 de julho de 1977. Dispõe sobre as entidades de previdência privada. Diário Oficial da União. Brasília, DF, 20 jul. 1977. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6435.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6435.htm). Acesso em: 23 fev. 2021.

BRASIL. **Lei nº 12618/2012**, de 30 de abril de 2012. Institui o regime de previdência complementar para os servidores públicos federais titulares de cargo efetivo, inclusive os membros dos órgãos que menciona; [...]. Diário Oficial da União. Brasília, DF, 02 mai. 2012. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2011-2014/2012/lei/l12618.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2012/lei/l12618.htm). Acesso em: 24 fev. 2021.

BRASIL. Ministério da Economia. Secretaria Especial de Previdência e Trabalho. Secretaria de Previdência. **Guia da Previdência Complementar para Entes Federativos**. 6. ed. rev. atual. Brasília: Subsecretaria do Regime de Previdência Complementar, dez. 2021d. Disponível em: [https://www.gov.br/trabalho-e-previdencia/pt-br/assuntos/previdencia-complementar/mais-informacoes/arquivos/guia\\_6ed.pdf](https://www.gov.br/trabalho-e-previdencia/pt-br/assuntos/previdencia-complementar/mais-informacoes/arquivos/guia_6ed.pdf). Acesso em: 03 fev. 2022.

BRASIL. Ministério da Economia. Secretaria Especial de Previdência e Trabalho. Subsecretaria de Previdência. **Previdência Complementar para Todos: Guia para a população brasileira se preparar melhor para a aposentadoria**. Brasília : Subsecretaria do Regime de Previdência Complementar, nov. 2020. Disponível em: <https://www.gov.br/previdencia/pt-br/assuntos/previdencia-complementar/mais-informacoes/arquivos/prevcomptodos.pdf>. Acesso em 22 ago. 2021.

BRASIL. Ministério da Economia. Secretaria Especial de Previdência e Trabalho. Subsecretaria de Previdência. **Relatório Gerencial de Previdência Complementar: 3º Bimestre de 2021**. Brasília : Subsecretaria do Regime de Previdência Complementar, 2021a. Disponível em: [https://www.gov.br/trabalho-e-previdencia/pt-br/assuntos/previdencia-complementar/mais-informacoes/arquivos/relgersurpc\\_062021b.pdf](https://www.gov.br/trabalho-e-previdencia/pt-br/assuntos/previdencia-complementar/mais-informacoes/arquivos/relgersurpc_062021b.pdf). Acesso em: 19 ago. 2021.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução nº 59**, de 23 de dezembro de 2021. Altera a Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, e a Instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009. Diário Oficial da União. Brasília, DF, 23 dez. 2021. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol059.html>. Acesso em: 30 dez. 2021.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 4661**, de 25 de maio de 2018. Dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar. Diário Oficial da União. Brasília, DF, 29 maio 2018. Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/50598/Res\\_4661\\_v1\\_O.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/50598/Res_4661_v1_O.pdf). Acesso em: 28 jun. 2021.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 4994**, de 24 de março de 2022. Dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar. Diário Oficial da União. Brasília, DF, 24 mar. 2018. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolucao%20CMN&numero=4994>. Acesso em: 26 mar. 2022.

BRASIL. Ministério da Previdência Social. Conselho de Gestão de Previdência Complementar. **Recomendação MPS/CGPC N.º 02**, de 27 de abril de 2009. Dispõe sobre a adoção da Supervisão Baseada em Risco (SBR) no âmbito da Secretaria de Previdência Complementar em relação à supervisão das entidades fechadas de previdência complementar e dos planos de benefícios por elas administrados, e dá outras providências. Diário Oficial da União. Brasília, DF, 27 maio 2009. Disponível em: <https://www.gov.br/economia/pt-br/orgaos/entidades-vinculadas/autarquias/previc/regulacao/normas/recomendacoes/recomendacao-mps-cgpc-ndeg-2-de-27-de-abril-de-2009.pdf/view>. Acesso em 12 set. 2021.

BRASIL. Ministério da Previdência Social. Conselho de Gestão da Previdência Complementar. **Resolução nº 13**, de 1º de outubro de 2004. Estabelece princípios, regras e práticas de governança, gestão e controles internos a serem observados pelas entidades fechadas de previdência complementar - EFPC. Diário Oficial da União. Brasília, DF, 06 out. 2004. Disponível em: [https://www.gov.br/previdencia/pt-br/assuntos/previdencia-complementar/legislacao/arquivos/coletaneadenormas\\_20-08.pdf](https://www.gov.br/previdencia/pt-br/assuntos/previdencia-complementar/legislacao/arquivos/coletaneadenormas_20-08.pdf). Acesso em: 04 mar. 2021.

BRASIL. Ministério da Previdência Social. Secretaria de Políticas de Previdência Complementar. **Diretrizes Básicas do Regime de Previdência Complementar**. Brasília, [201?]. Disponível em: [http://sa.previdencia.gov.br/site/arquivos/office/1\\_121213-165049-196.pdf](http://sa.previdencia.gov.br/site/arquivos/office/1_121213-165049-196.pdf). Acesso em: 22 ago. 2021.

BRASIL. Ministério do Trabalho e Previdência. Conselho Nacional de Previdência Complementar. **Recomendação CNPC nº 01/2015**, de 18 de novembro de 2015. Dispõe sobre a recomendação de adoção de critérios de investimento socialmente responsável que contribuam à promoção do trabalho decente. Diário Oficial da União. Brasília, DF, 23 nov. 2015. Disponível em: <http://sa.previdencia.gov.br/site/2015/11/Recomendação-CNPC-nº-01-de-18.11.2015-Promoção-do-Trabalho-Decente-23-nov-DOU.pdf>. Acesso em: 15 nov. 2021.

BRASIL. Ministério do Trabalho e Previdência. Superintendência Nacional de Previdência Complementar. **Guia Previc de Melhores Práticas de Governança para Entidades Fechadas de Previdência Complementar**, 1. ed. Brasília : PREVIC, set. 2012. Disponível em: <https://www.gov.br/economia/pt-br/orgaos/entidades-vinculadas/autarquias/previc/centrais-de-conteudo/publicacoes/guias-de-melhores-praticas/melhores-praticas-de-governanca.pdf/view>. Acesso em 12 set. 2021.

BRASIL. Ministério do Trabalho e Previdência. Superintendência Nacional de Previdência Complementar. **Guia Previc de Melhores Práticas em Investimentos na Previdência Complementar Fechada**. Brasília : PREVIC, set. 2019. Disponível em: <https://www.gov.br/economia/pt-br/orgaos/entidades-vinculadas/autarquias/previc/centrais-de-conteudo/publicacoes/guias-de-melhores-praticas/novo-guia-previc-melhores-praticas-de-investimentos.pdf/view>. Acesso em 13 set. 2021.

BRASIL. Ministério do Trabalho e Previdência. Superintendência Nacional de Previdência Complementar. **Relatório ASG. Panorama de utilização dos fatores ASG na análise de riscos de investimentos em EFPC**. Brasília : PREVIC, ago. 2021c. Disponível em: <https://www.gov.br/economia/pt-br/orgaos/entidades-vinculadas/autarquias/previc/centrais-de-conteudo/noticias/relatorio-completo-dos-resultados-da-pesquisa-sobre-a-utilizacao-de-criterios-asg-na-avaliacao-de-investimentos>. Acesso em 06 nov. 2021.

BRASIL. Ministério do Trabalho e Previdência. Superintendência Nacional de Previdência Complementar. **Relatório de Estabilidade da Previdência Complementar**. 6. ed. Brasília: PREVIC, jun. 2021b. Disponível em: <https://www.gov.br/economia/pt-br/orgaos/entidades-vinculadas/autarquias/previc/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorio-de-estabilidade-da-previdencia-complementar-rep>. Acesso em: 19 set. 2021.

CAIXA DE PREVIDÊNCIA DOS FUNCIONÁRIOS DO BANCO DO BRASIL. **Relatório Anual de 2020**. Rio de Janeiro, 2021. Disponível em: <https://www.previ.com.br/quemsomos/relatorio2020/pt/index.html>. Acesso em: 21 nov. 2021.



CERVO, F. A. S. **Anotações à Intervenção do Estado no domínio econômico**, nov. 2014. Disponível

em:

<http://professor.pucgoias.edu.br/SiteDocente/admin/arquivosUpload/17598/material/INTERVENÇÃO%20DO%20ESTADO%20NO%20DOMÍNIO%20ECONÔMICO.pdf>.

Acesso em: 28 ago. 2021.

CFA INSTITUTE. **Environmental, Social and Governance Issues in Investing. A Guide for Investment Professionals**, 2015. Disponível

em:

<https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/position-paper/esg-issues-in-investing-a-guide-for-investment-professionals.ashx>. Acesso em: 09 out. 2021.

CLIMATE ACTION 100+. **Climate Action 100+**, c2022. How we work. Disponível

em: <https://www.climateaction100.org/approach/how-we-work/>. Acesso em: 20 dez. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Portal do Governo Brasileiro**, [20--].

FSB - Financial Stability Board. Disponível

em: <http://conteudo.cvm.gov.br/menu/internacional/organizacoes/fsb.html>. Acesso em: 29 nov. 2021.

COMISSÃO MUNDIAL SOBRE MEIO AMBIENTE E DESENVOLVIMENTO

(CMMAD). **Nosso futuro comum**. 2. ed. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1991.

COP26 é encerrada e texto final dita os compromissos dos próximos 30 anos.

**Nações Unidas Brasil**, nov. 2021. Disponível em:

<https://brasil.un.org/pt-br/158590-cop26-e-encerrada-e-texto-final-dita-os-compromissos-dos-proximos-30-anos>.

Acesso em: 28 nov. 2021.

CORAZZA, M. E. A agenda prioritária dos investimentos. **Revista da Previdência**

**Complementar**: Abrapp/ICSS/Sindapp/UniAbrapp. São Paulo, ano 40, n. 434, maio-

jun. 2021b. Disponível em: <https://www.abrapp.org.br/produto/revista-da-previdencia-complementar-mai-jun-2021/>. Acesso em: 21 set. 2021.

CORAZZA, M. E. As novas estrelas das carteiras do institucionais. **Revista da**

**Previdência Complementar**: Abrapp/ICSS/Sindapp/UniAbrapp. São Paulo, ano 39,

n. 430, set.-out. 2020. Disponível em: <https://www.abrapp.org.br/produto/revista-da-previdencia-complementar-set-out-2020/>.

Acesso em 27 out. 2021.

CORAZZA, M. E. Carteira Verde: diversificação ganha novo olhar. **Revista da**

**Previdência Complementar**: Abrapp/ICSS/Sindapp/UniAbrapp. São Paulo, ano 40,

n. 437, nov.-dez. 2021e. Disponível em:

<https://www.abrapp.org.br/produto/revista-da-previdencia-complementar-nov-dez-2021/>. Acesso em: 06 dez. 2021.





CORAZZA, M. E. Desempenho é destaque em 2020. **Revista da Previdência Complementar**: Abrapp/ICSS/Sindapp/UniAbrapp. São Paulo, ano 40, n. 434, maio-jun. 2021c. Disponível em: <https://www.abrapp.org.br/produto/revista-da-previdencia-complementar-mai-jun-2021/>. Acesso em: 21 set. 2021.

CORAZZA, M. E. Fundos de investimentos imobiliários crescem e se diversificam. **Revista da Previdência Complementar**: Abrapp/ICSS/Sindapp/UniAbrapp. São Paulo, ano 40, n. 434, maio-jun. 2021d. Disponível em: <https://www.abrapp.org.br/produto/revista-da-previdencia-complementar-mai-jun-2021/>. Acesso em: 21 set. 2021.

CORAZZA, M. E. Hora de resgatar os FIPs? **Revista da Previdência Complementar**: Abrapp/ICSS/Sindapp/UniAbrapp. São Paulo, ano 40, n. 434, maio-jun. 2021a. Disponível em: <https://www.abrapp.org.br/produto/revista-da-previdencia-complementar-mai-jun-2021/>. Acesso em: 20 set. 2021.

ECCLES, R. G.; IOANNOU, I.; SERAFEIM, G. The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance. **Management Science**, v. 60, n. 11, p. 2835-2857, 2014. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1964011](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1964011). Acesso em: 09 out. 2021.

ECCLES, R. G.; KASTRAPELI, M. D.; POTTER, S. J. How to Integrate ESG into Investment Decision-Making: Results of a Global Survey of Institutional Investors. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 29, n. 4, p. 125-133, 2017. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/jacf.12267>. Acesso em: 10 out. 2021.

EUROPEAN PARLIAMENT. **Guidelines on non-financial reporting (methodology for reporting non-financial information)** - C/2017/4234, 2017. Disponível em: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52017XC0705\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52017XC0705(01)). Acesso em: 08 nov. 2021.

EUROPEAN PARLIAMENT. **Guidelines on non-financial reporting (methodology for reporting non-financial information)** - C/2017/4234, 2019. Disponível em: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52019XC0620\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52019XC0620(01)). Acesso em: 08 nov. 2021.

FARIAS, A. J.; BARREIROS, N. Análise da adoção da ASG (Ambiental, social e governança) no mercado brasileiro e internacional. **DIGE - Direito Internacional e Globalização Econômica**. São Paulo, v. 7, n. 7, p. 38-52, 2020. Disponível em: <https://revistas.pucsp.br/index.php/DIGE/issue/view/2615>. Acesso em: 10 nov. 2021.

FERRARO, S. A. **As Emendas Constitucionais n. 20/1998 e 41/2003 e o equilíbrio financeiro e atuarial nos regimes de previdência social**. 2006. 262 p. Dissertação (Mestrado em Direito das Relações Sociais) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2006.

FERREIRA, B. P.; MAFFILI, D. W. Análise de indexadores vinculados aos investimentos previdenciários: como a meta atuarial de regimes próprios de previdência está relacionada às variações das alternativas de investimento da resolução 3.244/04 do CMN? *In*: ENCONTRO DA ANPAD, 30., 2006, Salvador. **Anais...** Salvador, 2006. p. 1-16. Disponível em: [http://www.anpad.org.br/diversos/down\\_zips/10/enanpad2006-apsb-0697.pdf](http://www.anpad.org.br/diversos/down_zips/10/enanpad2006-apsb-0697.pdf). Acesso em: 08 set. 2021.

FINANÇAS sustentáveis e taxonomia da UE: Comissão toma novas medidas para canalizar fundos para atividades sustentáveis. **União Europeia**, abr. 2021. Disponível em: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/PT/ip\\_21\\_1804](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/PT/ip_21_1804). Acesso em: 30 out. 2021.

FINANCIAL STABILITY BOARD. **Recomendações da Força-Tarefa para Divulgações Financeiras Relacionadas às Mudanças Climáticas (TCFD)**. Tradução de Dekka Silveira, Suíça, jun. 2017. 74 p. Disponível em: <https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2020/10/TCFD-Final-Report-2017-Portuguese-Translation.pdf>. Acesso em: 28 out. 2021.

FINANCIAL STABILITY BOARD. **Task Force on Climate-related Financial Disclosures: 2021 Status Report**. Suíça, out. 2021. 115 p. Disponível em: <https://www.fsb-tcfd.org/publications/>. Acesso em: 02 dez. 2021.

FREITAS, J. **Sustentabilidade, Direito ao Futuro**. Belo Horizonte : Fórum, 2012.

FUNDAÇÃO DOS ECONOMIÁRIOS FEDERAIS. **Relatório Anual de 2020**. Brasília, 2021. Disponível em: <https://www.funcef.com.br/portal/menu-principal/transparencia/balancos-e-relatorios-anuais/>. Acesso em: 21 nov. 2021.

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. **Registro Público de emissões**. c2022. Sobre o Registro. Disponível em: <https://registropublicodeemissoes.com.br/sobre>. Acesso em: 21 dez. 2021.

GLOBAL REPORTING INITIATIVE. **GRI Standards**, 2021. Disponível em: <https://www.globalreporting.org/standards/download-the-standards/>. Acesso em: 05 jan. 2022.



GREEN, B. L. Considerações ESG para os Fundos de Pensão Brasileiros. **Revista da Previdência Complementar**: Abrapp/ICSS/Sindapp/UniAbrapp. São Paulo, n. 425. nov.- dez. 2019.

IBRAHIM, F. Z. **Curso de Direito Previdenciário**. 12 ed. Niterói: Impetus, 2008. INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 5. ed. São Paulo : IBGC, 2015.

INSTITUTO ETHOS DE EMPRESAS E RESPONSABILIDADE SOCIAL. **Indicadores Ethos de Responsabilidade Social Empresarial**. São Paulo, 2013. Disponível em: [https://www.ethos.org.br/wp-content/uploads/2013/07/IndicadoresEthos\\_2013\\_PORT.pdf](https://www.ethos.org.br/wp-content/uploads/2013/07/IndicadoresEthos_2013_PORT.pdf). Acesso em: 08 out. 2021.

INTERNATIONAL ORGANISATION OF PENSION SUPERVISORS. **IOPS Supervisory Guidelines on the Integration of ESG Factors in the Investment and Risk Management of Pension Funds**, 2019. Disponível em: <http://www.iopsweb.org/iops-supervisory-guidelines-esg-factors.htm>. Acesso em: 08 nov. 2021.

LAMEIRA, V. J. *et al.* Sustentabilidade, Valor, Desempenho e Risco no Mercado de Capitais Brasileiro. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 15, n. 46, p. 76-90, 2013. Disponível em: <https://rbgn.fecap.br/RBGN/article/view/1302>. Acesso em: 09 out. 2021.

LOPES, A. B.; FURTADO, C. V. Private equity na carteira de investimentos das entidades fechadas de previdência privada. **Revista de Contabilidade e Finanças**. n. 17. dez. 2006. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rcf/a/7H4hb8n4zTyjDFCNYtsfbMD/?lang=pt>. Acesso em: 25 set. 2021.

MAGNANI, M.; SANFELICI, D.; MUNIZ FILHO, G. A. Os investimentos dos Fundos de Pensão Brasileiros no Mercado Imobiliário Comercial: uma análise do portfólio imobiliário e seu padrão territorial. **Revista Brasileira de Estudos Urbanos e Regionais**, Niterói, v. 23, maio 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.22296/2317-1529.rbeur.202114>. Acesso em: 07 set. 2021.

MAIDANCHEN, D. As regras de investimentos dos fundos de pensão. *In*: REIS, A. (org.). **Fundos de pensão e mercado de capitais**. São Paulo : Peixoto Neto, 2008.



MARQUES NETO, F. A. Noções gerais sobre o fomento estatal. *In*: DI PIETRO, M. S. Z. (Coord.). **Tratado de Direito Administrativo. Funções Administrativas do Estado**. v. 4. São Paulo : Revista dos Tribunais, 2014. cap. 1, p. 405-428.

MARTINS, S. P. **Fundamentos de direito previdenciário**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2004.

MESQUITA, A. A. P. O papel e o funcionamento das Agências Reguladoras no contexto do Estado brasileiro: problemas e soluções. **Revista de Informação Legislativa**. Brasília, a. 42, n. 166, abr.-jun. 2005. Disponível em: [https://www12.senado.leg.br/ril/edicoes/42/166/ril\\_v42\\_n166\\_p23.pdf](https://www12.senado.leg.br/ril/edicoes/42/166/ril_v42_n166_p23.pdf). Acesso em: 24 ago. 2021.

MILARÉ, E. **Direito do Ambiente**. 12. ed. São Paulo : Editora Revista dos Tribunais, 2021. *E-book*. Disponível em: <https://proview.thomsonreuters.com/launchapp/title/rt/monografias/91624456/v12/page/III>. Acesso em: 07 out. 2021.

MOREIRA, A. B. **Incorporação de Aspectos ASG na Análise de Investimentos**. 2020. 93 p. Dissertação (Mestrado em Gestão para Competitividade) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2020.

NADIR JUNIOR, A. M.; ALBERTON, A.; SAATH, K. C. O. Benefícios fiscais e sustentabilidade: um estudo dos municípios catarinenses. **Revista de Administração Pública**. Rio de Janeiro, v. 55, n. 2, p. 331-356, mar. – abr. 2021. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1590/0034-761220200597>. Acesso em: 07 out. 2021.

NAUM, C. M. **Motivações para adoção dos fatores ambientais, sociais e de governança (ASG) às análises de investimento pelos gestores de ativos**. 2018. 121 p. Dissertação (Mestrado Profissional em Comportamento do Consumidor) – Escola Superior de Propaganda e Marketing ESPM, São Paulo, 2018.

NERY JUNIOR, N.; NERY, R. M. A. **Constituição Federal Comentada**. São Paulo : Editora Revista dos Tribunais, 2019. *E-book*. Disponível em: <https://proview.thomsonreuters.com/launchapp/title/rt/codigos/99407083/v7/page/1>. Acesso em: 25 ago. 2021.

OLIVEIRA, G. C. O mercado de capitais brasileiro no período recente: evolução e singularidades. *In*: MARCOLINO, L. C.; CARNEIRO, R. **Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil: do Plano Real à crise financeira**. São Paulo: Publisher Brasil e Editora Gráfica Atitude Ltda, 2010.

OLIVEIRA, G. C.; CIOFFI, F.; CONTI, B. Os Fundos de Pensão e o financiamento de longo prazo no Brasil: possibilidades e limites. **Revista Pesquisa & Debate**. São Paulo. vol. 28. n. 1 (51). jul. 2017. Disponível em: <https://revistas.pucsp.br/index.php/rpe/article/view/28113>. Acesso em: 07 set. 2021.

OLIVEIRA, F. E. B.; PASINATO, M. T. M.; PEYNEAU, F. P. L. Evolução recente do sistema de previdência complementar no Brasil e mercado potencial. *In*: ENCONTRO NACIONAL DE ESTUDOS POPULACIONAIS, 12., 2020, São Bernardo do Campo. **Anais...** São Bernardo do Campo, 2020. p 1-23. Disponível em: <http://www.abep.org.br/publicacoes/index.php/anais/article/viewFile/1088/1052>. Acesso em: 25 set. 2021.

ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS. **Declaração da Conferência das Nações Unidas sobre o Meio Ambiente Humano**, 1972. Disponível em: <https://cetesb.sp.gov.br/posgraduacao/wp-content/uploads/sites/33/2016/09/Declaração-de-Estocolmo-5-16-de-junho-de-1972-Declaração-da-Conferência-da-ONU-no-Ambiente-Humano.pdf>. Acesso em: 08 dez. 2021.

ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS. **Declaração sobre o Direito ao Desenvolvimento**, adotada pela Resolução nº 41/128 da Assembleia Geral das Nações Unidas, 1986. Disponível em: <http://www.direitoshumanos.usp.br/index.php/Direito-ao-Desenvolvimento/declaracao-sobre-o-direito-ao-desenvolvimento.html>. Acesso em: 02 jul. 2021.

ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS. **Nações Unidas Brasil**, c2022. Sobre o nosso trabalho para alcançar os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável no Brasil. Disponível em: <https://brasil.un.org/pt-br/sdgs>. Acesso em: 28 nov. 2021.

PAGLIARINI, A. R. G. Gestão do Risco Legal. *In*: AVENA, L. (Coord.) **Fundamentos Jurídicos da Previdência Complementar Fechada**. São Paulo: Cejuprev, 2012.

PAIXÃO, L. A.; PINHEIRO, R. P.; CHEDEAK, J. C. S. Regulação dos Investimentos nos fundos de pensão: evolução histórica, tendências recentes e desafios regulatórios. **Revista de Previdência da Faculdade de Direito da UERJ**, Rio de Janeiro, n. 3, out. 2005, p. 35-53.

PENA, R. Previdência Complementar no Brasil: história, evolução e desafios. **Revista Fundos de Pensão: Abrapp/ICSS/Sindapp**, São Paulo, ano 27, n. 340, p. 13-15, maio 2008.



PEREIRA, K. R. **Os princípios para o investimento responsável (PRI) e o ativismo dos Fundos de Pensão**. 2012. 78 p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos UNISINOS, São Leopoldo, 2012.

PEREIRA JÚNIOR, A. Evolução histórica da Previdência Social e os direitos fundamentais. **Revista Jus Navigandi**, ISSN 1518-4862, Teresina, ano 10, n. 707, 12 jun. 2005. Disponível em: <https://jus.com.br/artigos/6881>. Acesso em: 11 mar. 2021.

PETROS FUNDAÇÃO PETROBRÁS DE SEGURIDADE SOCIAL. **Relatório Anual de 2020**. Rio de Janeiro, 2021. Disponível em: <https://relatorioanual2020.petros.com.br/>. Acesso em 21 nov. 2021.

PIMENTEL, F. **Papel dos Fundos de Pensão na Formação da Economia Brasileira: Capitalismo Social**. São Paulo : ABRAPP/ICSS/SINDAP, 2007.

PINHEIRO, R. P. **A demografia dos fundos de pensão**. Brasília : Ministério da Previdência Social. Secretaria de Políticas de Previdência Social, 2007.

PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT. **Alinhando valores: Por que os Fundos de Pensão deveriam refletir seus patrocinadores**, 2017. Disponível em: <https://www.unpri.org/download?ac=2988>. Acesso em: 12 out. 2021.

PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT. **Global guide to responsible investment regulation**, 2016. Disponível em: <https://www.unpri.org/download?ac=325>. Acesso em: 10 nov. 2021.

PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT. **O que é investimento responsável?**, [201?]. Disponível em: <https://www.unpri.org/download?ac=10238>. Acesso em: 09 out. 2021.

PRINCIPLES FOR RESPONSABLE INVESMENT. **Princípios para o Investimento Responsável (PRI): Uma iniciativa de investidores em parceria com a Iniciativa Financeira do Programa da ONU para o Meio-Ambiente (UNEP FI) e o Pacto Global da ONU**, 2019. Disponível em: <https://www.unpri.org/download?ac=10969>. Acesso em: 10 out. 2021.

PRINCIPLES FOR RESPONSABLE INVESTMENT. **Reporting Framework Main Definitions**, 2018. Disponível em: [https://www.unpri.org/Uploads/x/l/q/maindefinitionstoprireportingframework\\_971173.pdf](https://www.unpri.org/Uploads/x/l/q/maindefinitionstoprireportingframework_971173.pdf). Acesso em: 10 out. 2021.

PRZYCHODZEN, J.; GÓMEZ-BEZARES, F.; PRZYCHODZEN, W; LARREINA, M. ESG Issues among Fund Managers: Factors and Motives. **Sustainability**, 8, 1078, 2016. Disponível em: <https://doi.org/10.3390/su8101078>. Acesso em: 09 out. 2021.

PULINO, D. **Previdência Complementar**: natureza jurídico-constitucional e seu desenvolvimento pelas entidades fechadas. São Paulo : Conceito, 2011.

RABELO, F. M. **Investimentos socialmente responsáveis nos fundos de pensão no Brasil**. 1. ed. Brasília : OIT, 2015. Disponível em: [http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---americas/---ro-lima/---ilo-brasil/documents/publication/wcms\\_561246.pdf](http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---americas/---ro-lima/---ilo-brasil/documents/publication/wcms_561246.pdf). Acesso em: 02 nov. 2021.

RODRIGUES, F. M. **Fundos de pensão**: Temas Jurídicos. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

SANTANA, M. U. S. **Fundos de pensão e estratégia de desenvolvimento nos governos do PT**. 2017. 146 p. Dissertação (Mestrado em Desenvolvimento Econômico) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2017.

SANTOS, F. S. **O papel do estado na regulação dos investimentos das entidades fechadas de previdência complementar**. 2015. 125 p. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2015.

SANTOS, F. S.; MENINI, L. C. **A prudência da aplicação dos recursos das entidades fechadas de previdência complementar**, [20--]. Disponível em: [http://www.molloesilva.com.br/doc/Artigo\\_LTr\\_V1\\_Versao\\_Finalizada\\_Fabiano\\_Lillian.pdf](http://www.molloesilva.com.br/doc/Artigo_LTr_V1_Versao_Finalizada_Fabiano_Lillian.pdf). Acesso em 11 set. 2021.

SARLET, I. W.; FENSTERSEIFER, T. **Direito Constitucional Ecológico**. 7. ed. São Paulo : Thomson Reuters Brasil, 2021. E-book. Disponível em: <https://proview.thomsonreuters.com/launchapp/title/rt/monografias/93001289/v7/page/IV>. Acesso em: 07 out. 2021.

SCHARF, R. **Manual de Negócios Sustentáveis**. São Paulo : Amigos da Terra, 2004.

SIGNATORY Directory: banco de dados preparado pelo Principles for Responsible Investment. ago. 2021. Disponível em: <https://www.unpri.org/signatories/signatory-resources/signatory-directory>. Acesso em: 28 out. 2021

SILVA, R. S. **Ação regulatória sobre os fundos de pensão: avaliação das mudanças institucionais recentes.** Brasília, fev. 2005. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/publicacoes/estudos-legislativos/tipos-de-estudos/textos-para-discussao/td-21-acao-regulatoria-sobre-os-fundos-de-pensao-avaliacao-das-mudancas-institucionais-recentes>. Acesso em: 15 set. 2021.

SILVA, F. Crescimento apesar da crise. **Revista da Previdência Complementar: Abrapp/ICSS/Sindapp/UniAbrapp.** São Paulo, ano 40, n. 435, jul.-ago. 2021a. Disponível em: <https://www.abrapp.org.br/produto/revista-da-previdencia-complementar-julho-agosto-2021/>. Acesso em: 18 set. 2021.

SILVA, F. Economia Comportamental em prol de maior engajamento e participação. **Revista da Previdência Complementar: Abrapp/ICSS/Sindapp/UniAbrapp.** São Paulo, ano 40, n. 435, jul.-ago. 2021b. Disponível em: <https://www.abrapp.org.br/produto/revista-da-previdencia-complementar-julho-agosto-2021/>. Acesso em: 22 set. 2021.

SILVA, F. Transformação substancial e definitiva dos mercados. **Revista da Previdência Complementar: Abrapp/ICSS/Sindapp/UniAbrapp.** São Paulo, ano 39, n. 430, set.-out. 2020. Disponível em: <https://www.abrapp.org.br/produto/revista-da-previdencia-complementar-set-out-2020/>. Acesso em: 19 set. 2021.

SITAWI FINANÇAS DO BEM. **Investidores pelo clima**, [201?]. Quem somos. Disponível em: <https://www.investidorespeloclima.com.br/oipc>. Acesso em: 20 dez. 2021.

SPINACI, S., **Green and sustainable finance.** European Parliament, 2021. Disponível em: [https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document.html?reference=EPRS\\_BRI\(2021\)679081](https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document.html?reference=EPRS_BRI(2021)679081). Acesso em: 08 nov. 2021.

STRAUBE, A. L. C. Direito Ambiental Econômico: a compatibilização da aparente contradição e o ciclo sustentável da economia. *In*: NUSDEO, A. M. O.; TRENNEPOHL T. (org.). **Temas de Direito Ambiental Econômico.** São Paulo : Editora Revista dos Tribunais, 2019. *E-book.* Disponível em: <https://proview.thomsonreuters.com/launchapp/title/rt/monografias/183439509/v1/page/1>. Acesso em: 06 out. 2021.

VIEIRA, E. R. **Análise da forma de atuação dos Fundos de Pensão brasileiros: condicionantes institucionais.** 2001. Dissertação (Mestrado em Desenvolvimento Econômico) – Instituto de Economia, Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2001.



WORLD ECONOMIC FORUM. **The Global Risks Report 2021**, 16th Edition, jan. 2021. Disponível em: <https://www.weforum.org/reports/the-global-risks-report-2021>. Acesso em: 09 out. 2021.

WORLD RESOURCE INSTITUTE. **WRI Brasil**, [20--]. GHG Protocol. Disponível em: <https://wribrasil.org.br/pt/o-que-fazemos/projetos/ghg-protocol>. Acesso em: 21 dez. 2021.

## APÊNDICE A – Principais categorias de impacto financeiro decorrente das mudanças climáticas, segundo o TCFD

Figura 2

### Principais categorias de impacto financeiro

Demonstração do Resultado	Balanço Patrimonial
<p><b>Receitas.</b> Os riscos físicos e de transição podem afetar a demanda por produtos e serviços. As organizações devem considerar o possível impacto sobre as receitas e identificar possíveis oportunidades para aumentar ou desenvolver novas receitas. Em particular, dada a emergência e o provável aumento no preço do carbono como um mecanismo para regular as emissões, é importante que as indústrias afetadas considerem os possíveis impactos desses preços sobre as receitas.</p> <p><b>Despesas.</b> A resposta da organização para os riscos e oportunidades relacionados às mudanças climáticas pode depender, em parte, de sua estrutura de custos. Fornecedores com custo menor podem ser mais resilientes às mudanças nos custos resultantes de questões relacionadas às mudanças climáticas e mais flexíveis em sua capacidade de lidar com esses problemas. As organizações podem informar melhor os investidores sobre seu potencial de investimento ao demonstrar sua estrutura de custos e flexibilidade para adaptação.</p> <p>Também é útil para os investidores entenderem os planos de investimento e o nível de dívida ou patrimônio necessário para financiar esses planos. A resiliência de tais planos deve ser considerada levando-se em conta a flexibilidade das organizações para transferir capital e a disposição dos mercados de capitais para financiar organizações expostas a níveis significativos de riscos relacionados às mudanças climáticas. A transparência desses planos pode proporcionar maior acesso aos mercados de capitais ou melhores condições de financiamento.</p>	<p><b>Ativo e Passivo.</b> Mudanças na oferta e na demanda decorrentes de alterações em políticas, tecnologia e na dinâmica de mercado relacionadas às mudanças climáticas podem afetar o <i>valuation</i> dos ativos e passivos das organizações. O uso de ativos de longa duração e, quando relevante, reservas pode ser particularmente afetado por questões relacionadas às mudanças climáticas. É importante que as organizações indiquem o possível impacto relacionado às mudanças climáticas sobre seus ativos e passivos, principalmente ativos de longa duração, concentrando-se em atividades existentes e futuras e em decisões que exijam novos investimentos, reestruturação, baixa contábil ou <i>impairment</i>.</p> <p><b>Capital e Financiamento.</b> Riscos e oportunidades relacionados às mudanças climáticas podem mudar o perfil da estrutura de dívida e patrimônio da organização, aumentando os níveis de dívida para compensar uma redução no fluxo de caixa operacional ou para novos investimentos ou P&amp;D. Também podem afetar a capacidade de captar novas dívidas ou refinarçar as dívidas existentes, ou reduzir o prazo de empréstimos disponíveis para a organização. Também pode haver alterações no capital e nas reservas decorrentes de perdas operacionais, baixa de ativos ou da necessidade de emissão de novas ações para atender ao investimento.</p>

Fonte: FSB (2017, p. 11).

## APÊNDICE B – Exemplos de riscos relacionados às mudanças climáticas e possíveis impactos financeiros

Tipo	Riscos Relacionados às Mudanças Climáticas <sup>14</sup>	Possíveis Impactos Financeiros
Riscos de Transição	<p>Política e Legais</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Aumento da precificação das emissões de GEE</li> <li>- Aprimoramento das obrigações de divulgação de emissões</li> <li>- Mandatos e regulamentação de produtos e serviços existentes</li> <li>- Exposição a litígios</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Aumento dos custos operacionais (por exemplo, custos mais altos de compliance, aumento dos prêmios de seguro)</li> <li>- Baixas, impairment de ativos e aposentadoria antecipada de ativos existentes devido a mudanças nas políticas</li> <li>- Aumento de custos de e/ou redução na demanda por produtos e serviços devido a multas e decisões judiciais</li> </ul>
	<p>Tecnologia</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Substituição de produtos e serviços existentes por opções de baixa emissão</li> <li>- Investimento malsucedido em novas tecnologias</li> <li>- Custos de transição para tecnologias de baixa emissão</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Baixas e aposentadoria antecipada de ativos existentes</li> <li>- Demanda reduzida por produtos e serviços</li> <li>- Gastos com pesquisa e desenvolvimento (P&amp;D) de tecnologias novas e alternativas</li> <li>- Investimentos de capital no desenvolvimento de tecnologias</li> <li>- Custos para adotar/implantar novas práticas e processos</li> </ul>
	<p>Mercado</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Mudança no comportamento dos clientes</li> <li>- Incerteza nos sinais do mercado</li> <li>- Aumento do custo de matérias-primas</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Redução na demanda por bens e serviços devido a mudanças nas preferências do consumidor</li> <li>- Aumento dos custos de produção devido a alterações nos preços de insumos (por exemplo, energia, água) e requisitos de produção (por exemplo, tratamento de resíduos)</li> <li>- Mudanças abruptas e inesperadas nos custos de energia</li> <li>- Mudança no mix e nas fontes de receita, resultando em queda na receita</li> <li>- Reprecificação de ativos (por exemplo, reservas de combustíveis fósseis, valuation de terras ou de valores mobiliários)</li> </ul>
	<p>Reputação</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Mudanças nas preferências do consumidor</li> <li>- Estigmatização do setor</li> <li>- Maior preocupação dos stakeholders ou feedback negativo dos stakeholders</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Redução na receita devido a uma queda na demanda por bens/serviços</li> <li>- Redução na receita devido a uma queda na capacidade de produção (por exemplo, atraso nas aprovações de planejamento, interrupções na cadeia de suprimentos)</li> <li>- Redução na receita decorrente de impactos negativos na gestão e no planejamento da força de trabalho (por exemplo, atração e retenção de funcionários)</li> <li>- Redução na disponibilidade de capital</li> </ul>
Riscos Físicos	<p>Agudos</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Aumento da gravidade de eventos climáticos extremos, como ciclones e inundações</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Redução na receita devido a uma queda na capacidade de produção (por exemplo, dificuldades de transporte, interrupções na cadeia de suprimentos)</li> <li>- Redução na receita e aumento nos custos devido a impactos negativos sobre a força de trabalho (por exemplo, saúde, segurança, absenteísmo)</li> </ul>
	<p>Crônicos</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Baixas e aposentadoria antecipada de ativos existentes (por</li> </ul>

Tipo	Riscos Relacionados às Mudanças Climáticas <sup>12</sup>	Possíveis Impactos Financeiros
	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mudanças nos padrões de precipitação e extrema variabilidade nos padrões climáticos</li> <li>- Elevação das temperaturas médias</li> <li>- Elevação do nível do mar</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>exemplo, danos em propriedade imobiliária e ativos em locais de "alto risco")</li> <li>- Aumento nos custos operacionais (por exemplo, suprimento inadequado de água para usinas hidrelétricas ou para resfriar usinas nucleares e de combustíveis fósseis)</li> <li>- Aumento nos custos de capital (por exemplo, danos a instalações)</li> <li>- Redução na receita devido a uma queda em vendas/produção</li> <li>- Aumento nos prêmios de seguro e possível redução na disponibilidade de seguro para ativos em locais de "alto risco"</li> </ul>

Fonte: FSB (2017, p. 12-13).

## APÊNDICE C – Exemplos de oportunidades relacionadas às mudanças climáticas e possíveis impactos financeiros

Tipo	Oportunidades relacionadas às mudanças climáticas <sup>14</sup>	Possíveis Impactos Financeiros
Eficácia de recursos	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Uso de modais de transporte mais eficientes</li> <li>- Uso de processos de produção e distribuição mais eficientes</li> <li>- Uso da reciclagem</li> <li>- Mudança para edifícios mais eficientes</li> <li>- Redução no uso e consumo de água</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Redução dos custos operacionais (por exemplo, através de ganhos de eficiência e redução de custos)</li> <li>- Maior capacidade de produção, resultando em aumento de receita</li> <li>- Aumento do valor dos ativos imobilizados (por exemplo, edifícios com alta classificação em eficiência energética)</li> <li>- Benefícios para a gestão e o planejamento da força de trabalho (por exemplo, melhoria da saúde e segurança, satisfação dos funcionários), resultando em custos mais baixos</li> </ul>
Fonte de Energia	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Uso de fontes de energia de baixa emissão</li> <li>- Uso de incentivos políticos de apoio</li> <li>- Uso de novas tecnologias</li> <li>- Participação no mercado de carbono</li> <li>- Mudança para a geração descentralizada de energia</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Redução de custos operacionais (por exemplo, através do uso do menor custo de abatimento)</li> <li>- Redução da exposição a futuros aumentos nos preços de combustíveis fósseis</li> <li>- Redução da exposição a emissões de GEE e, portanto, menor sensibilidade a mudanças no custo do carbono</li> <li>- Retorno do investimento em tecnologia de baixa emissão</li> <li>- Maior disponibilidade de capital (por exemplo, conforme mais investidores favorecerem os produtores com baixas emissões)</li> <li>- Benefícios de reputação resultando em aumento da demanda por bens/serviços</li> </ul>
Produtos e Serviços	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Desenvolvimento e/ou expansão de bens e serviços de baixa emissão</li> <li>- Desenvolvimento de soluções para adaptação climática e riscos de seguro</li> <li>- Desenvolvimento de novos produtos ou serviços através de P&amp;D e inovação</li> <li>- Capacidade de diversificar atividades de negócios</li> <li>- Mudança nas preferências do consumidor</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Aumento da receita através da demanda por produtos e serviços com baixa emissão</li> <li>- Aumento da receita por meio de novas soluções para as necessidades de adaptação (por exemplo, produtos e serviços de transferência de risco de seguro)</li> <li>- Melhor posicionamento competitivo para refletir as mudanças nas preferências do consumidor, resultando em aumento de receita</li> </ul>
Mercados	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Acesso a novos mercados</li> <li>- Uso de incentivos do setor público</li> <li>- Acesso a novos ativos e locais que precisam de cobertura de seguro</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Aumento de receita através do acesso a mercados novos e emergentes (por exemplo, parcerias com governos, bancos de desenvolvimento)</li> <li>- Maior diversificação de ativos financeiros (por exemplo, títulos verdes e infraestrutura)</li> </ul>
Resiliência	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Participação em programas de energia renovável e adoção de medidas de eficiência energética</li> <li>- Substitutos de recursos/diversificação</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Aumento no valuation por meio do planejamento de resiliência (por exemplo, infraestrutura, terrenos, edifícios)</li> <li>- Maior confiabilidade da cadeia de suprimentos e capacidade de operar sob diversas condições</li> <li>- Aumento da receita por meio de novos produtos e serviços relacionados à garantia de resiliência</li> </ul>

Fonte: FSB (2017, p. 14).

## APÊNDICE D – Recomendações da TCFD para divulgação de informações financeiras

<b>G O V E R N A N Ç A</b>	Divulgar a governança da companhia sobre riscos e oportunidades relacionados às mudanças climáticas	<p>a) Descreva como o Conselho supervisiona os riscos e oportunidades relacionados às mudanças climáticas;</p> <p>b) Descreva o papel do Conselho na avaliação e gestão de riscos e oportunidades relacionado às mudanças climáticas</p>
<b>E S T R A T É G I A</b>	Divulgar os impactos reais e potenciais de riscos e oportunidades relacionados às mudanças climáticas sobre os negócios, a estratégia e o planejamento financeiro da organização, sempre que tais informações forem relevantes.	<p>a) Descreva os riscos e oportunidades relacionados às mudanças climáticas que a organização identificou no curto, médio e longo prazo;</p> <p>b) Descreva os impactos dos riscos e oportunidades relacionados às mudanças climáticas sobre os negócios, a estratégia e o planejamento financeiro da organização;</p> <p>c) Descreva a resiliência da estratégia da organização, considerando diferentes cenários, de mudanças climáticas, incluindo um cenário de 2°C ou menos.</p>
<b>G E S T Ã O  D E</b>	Divulgar como a organização identifica, avalia e gerencia os riscos relacionados às mudanças climáticas	<p>a) Descreva os processos utilizados pela organização para identificar e avaliar os riscos relacionados às mudanças climáticas;</p> <p>b) Descreva os processos utilizados pela organização para gerenciar os</p>

<b>R I S C O S</b>		<p>riscos relacionados às mudanças climáticas;</p> <p>c) Descreva como os processos utilizados pela organização para identificar, avaliar e gerenciar os riscos relacionados às mudanças climáticas são integrados à gestão geral de riscos da organização.</p>
<b>M É T R I C A S  E  M E T A S</b>	<p>Divulgar as métricas e as metas utilizadas para avaliar e gerir riscos e oportunidades relacionados às mudanças climáticas sempre que tais informações forem relevantes.</p>	<p>a) Informe as métricas utilizadas pela organização para avaliar os riscos e oportunidades relacionados às mudanças climáticas de acordo com sua estratégia e seu processo de gestão de riscos;</p> <p>b) Informe as emissões de gases de efeito estufa de Escopo 1, Escopo 2, e se for o caso, Escopo 3, e os riscos relacionados a elas;</p> <p>c) Descreva as metas utilizadas pela organização para gerenciar os riscos e oportunidades relacionado às mudanças climáticas, e o desempenho com relação às metas.</p>

Fonte: FSB (2017).