

FUNDOS DE PREVIDÊNCIA ABERTA E FINANCIAMENTO CLIMÁTICO

Novembro/2025

Annelise Vendramini

Profa. Dra. de Finanças Sustentáveis da FGV EAESP

Ricardo Rochman

Prof. Dr. de Finanças da FGV EAESP

Viviane Muller Prado

Profa. Dra. de Direito dos Negócios da FGV Direito SP



CAIXA
Seguridade

Sumário

RESUMO EXECUTIVO	4
EXECUTIVE SUMMARY	6
1. Introdução	8
2. O Mercado de Fundos de Previdência Aberta no Brasil	9
3. Regulação da Previdência Complementar Aberta e Investimento Climático	11
i. Objetivos da regulação da Previdência Complementar Aberta	11
ii. Sustentabilidade na Regulação do CNSP e da SUSEP	12
iii. Deveres e Responsabilidades dos Gestores das ECAPs e Decisão de Investimento	13
iv. Governança e Gestão do Risco de Sustentabilidade pelas Supervisionadas	14
v. Oferta de Produtos Sustentáveis no mercado de Previdência Aberta ...	16
vi. Regulação de Mercado de Capitais e Investimentos Sustentáveis	17
a. Regulação da CVM e Agenda Climática	17
b. Fundos de Investimento e rótulos ESG	19
c. Dívida Corporativa Privada Rotulada	20
d. Fundos de Investimento Sustentável (IS) na Autorregulação da ANBIMA	21
vii. Política de Incentivos para Financiamento Climático pelas Entidades de Previdência Aberta	23
viii. Apontamento conclusivos da parte regulatória	25
4. Fundos de Previdência Aberta e Avaliação sob o ponto de vista do Investimento Alinhado à Questão Climática (IAQC)	26
i. Metodologia	26
ii. Resultados Obtidos	29
5. Percepções dos Desafios do Investimento Climático	39
i. Metodologia: o que é análise de conteúdo e sua importância para estudos qualitativos baseados em entrevistas	39
ii. Resumo das entrevistas: dificuldades na alocação em ativos de descarbonização	40
Conclusões	46
Apêndice I - Detalhamento Metodológico	47

Expediente

Título do Relatório

Fundos de Previdência Aberta e Financiamento Climático

Data

Novembro, 2025

Realização

Caixa Vida e Previdência

Apoio

iCS - Instituto Clima e Sociedade

Autores

Annelise Vendramini

Ricardo Rochman

Viviane Muller Prado

Sugestão de Citação:

Vendramini, A., Rochman, R., & Prado, V. M. (2025). *Fundos de Previdência Aberta e Financiamento Climático*. São Paulo: Caixa Vida e Previdência; Instituto Clima e Sociedade (iCS).

RESUMO EXECUTIVO

A transição para uma economia de baixo carbono impõe novos desafios e oportunidades ao sistema financeiro, em especial aos investidores institucionais, cuja capacidade de mobilização de capital é essencial para o financiamento climático. Nesse contexto, os fundos de previdência complementar aberta assumem papel relevante. Além de representarem um volume expressivo de ativos sob gestão, possuem horizonte de investimento de longo prazo, o que os torna agentes estratégicos na alocação de recursos em projetos e ativos com impactos positivos do ponto de vista climático.

Este relatório apresenta os principais desafios regulatórios e de mercado que influenciam a integração de critérios climáticos nas políticas e decisões de investimento dos gestores de previdência aberta. O estudo resulta de uma parceria entre o Instituto Clima e Sociedade (iCS) e a Caixa Vida e Previdência, e está estruturado em três eixos complementares:

- Análise da regulação do mercado de previdência aberta e seus possíveis impactos no financiamento climático;
- Avaliação climática dos ativos dos fundos, identificando a exposição a riscos climáticos; e
- Identificação das percepções de agentes de mercado e reguladores sobre os desafios e oportunidades para o financiamento climático por meio dos fundos de previdência complementar aberta.

A partir dessas três perspectivas, o relatório oferece uma visão integrada do estágio atual de desenvolvimento da agenda climática na previdência complementar aberta no Brasil.

O primeiro eixo mostra que a regulação do setor, composta por normas do CMN, CNSP, SUSEP e CVM, e complementada pela autorregulação da ANBIMA, estabelece bases para a incorporação de critérios de sustentabilidade sem comprometer os princípios prudenciais de liquidez, solvência e segurança. A Circular SUSEP nº 666/2022 e a Resolução CNSP nº 473/2024 representam marcos importantes ao tratarem da governança, gestão de riscos de sustentabilidade e critérios para rotulagem de produtos sustentáveis. A CVM, por sua vez, avança com a adoção dos padrões IFRS S1 e S2 e com a estratégia de *full and fair disclosure* para reduzir o *greenwashing*. Já a ANBIMA estabelece diretrizes voluntárias para os Fundos de Investimento Sustentável (IS), com base em critérios menos prescritivos, permitindo adaptação gradual do mercado.

O segundo eixo analisa as carteiras dos fundos de previdência aberta a partir de 1.162 Fundos de Investimento (FI) e 2.730 Fundos de Cotas (FIC), totalizando cerca de R\$ 1,5 trilhão em patrimônio líquido. **Os resultados indicam que de 10,5% a 12,5% do**

PL dos fundos está alocado em investimentos alinhados à questão climática, conforme dois critérios utilizados: nota de divulgação ambiental e emissões de gases de efeito estufa (GEE) Escopo 1.

Esse resultado decorre da forte presença de títulos públicos nas carteiras e da relativa pouca oferta de instrumentos rotulados como verdes ou sustentáveis. Ainda assim, os fundos com maior alocação climática apresentaram melhor desempenho financeiro, com retornos ajustados ao risco superiores e, em alguns casos, menor volatilidade, sugerindo que a integração de critérios ambientais pode contribuir positivamente para a eficiência das carteiras no longo prazo.

O terceiro eixo, baseado em entrevistas em profundidade com representantes de seguradoras, gestoras de ativos, holdings internacionais e fundos especializados, identificou cinco grandes conjuntos de barreiras à ampliação da alocação em ativos de descarbonização:

- Escassez e qualidade dos ativos sustentáveis, que limita o volume e a consistência das ofertas;
- Regulação e padronização em transição, com ausência de taxonomia consolidada e métricas comparáveis;
- Perfil conservador dos investidores, orientados por retornos de curto prazo e baixa tolerância a risco;
- Capacidades institucionais internas limitadas, com equipes pequenas, custos elevados de monitoramento e resistência organizacional; e
- Necessidade de papel indutor do Estado, por meio de emissões soberanas sustentáveis, incentivos fiscais e instrumentos catalíticos de *blended finance*.

Os achados indicam que o mercado de previdência aberta brasileiro dispõe de base regulatória e institucional favorável, mas enfrenta restrições estruturais que impedem maior escala na alocação em ativos climáticos. O fortalecimento da padronização informacional, a ampliação da oferta de títulos temáticos e a consolidação de políticas de governança e mensuração de riscos de sustentabilidade são passos essenciais para aproximar o setor de seu potencial papel no financiamento da transição climática.

EXECUTIVE SUMMARY

The transition to a low-carbon economy brings new challenges and opportunities for the financial system, especially for institutional investors, whose capacity to mobilize capital is essential for climate finance. In this context, retirement funds play a particularly relevant role. In addition to managing a significant volume of assets, they operate with long-term investment horizons, making them strategic agents in the allocation of resources to projects and assets with positive climate impacts.

This report presents the main regulatory and market challenges that influence the integration of climate-related criteria into the investment policies and decisions of retirement fund managers. The study results from a partnership between Instituto Clima e Sociedade (iCS) and Caixa Vida e Previdência, and is structured around three complementary axes:

- Analysis of the regulation of retirement funds and its possible impacts on climate finance;
- Climate assessment of fund assets, identifying their exposure to climate risks; and
- Identification of market and regulatory agents' perceptions regarding the challenges and opportunities for climate finance through retirement funds.

From these three perspectives, this report provides an integrated view of the current stage of development of the climate agenda in Brazil's retirement funds.

The first axis shows that the sector's regulation - composed of norms issued by CMN, CNSP, SUSEP, and CVM, and complemented by ANBIMA's self-regulation - establishes a solid foundation for the incorporation of sustainability criteria without compromising the prudential principles of liquidity, solvency, and security. SUSEP Circular No. 666/2022 and CNSP Resolution No. 473/2024 represent important milestones by addressing governance, sustainability risk management, and criteria for labeling sustainable products. The CVM, in turn, advances through the adoption of IFRS S1 and S2 standards and the full and fair disclosure approach to reduce greenwashing. ANBIMA, meanwhile, has established voluntary guidelines for Sustainable Investment Funds (IS), based on less prescriptive criteria, allowing for a gradual adaptation of the market.

The second axis analyzes the portfolios of retirement funds based on 1,162 Investment Funds (FIs) and 2,730 Fund of Funds (FICs), totaling approximately R\$ 1.5 trillion in net assets. **The results indicate that between 10.5% and 12.5% of the funds' net assets are allocated to climate-aligned investments, according to two criteria used: environmental disclosure score and Scope 1 greenhouse gas (GHG) emissions.**

This outcome reflects the strong presence of government bonds in the portfolios and the relatively limited supply of labeled green or sustainable instruments. Even so, funds with higher climate allocations demonstrated better financial performance, with higher risk-adjusted returns and, in some cases, lower volatility, suggesting that the integration of environmental criteria can contribute positively to portfolio efficiency over the long term.

The third axis, based on in-depth interviews with representatives from insurers, asset managers, international holdings, and specialized funds, identified five major sets of barriers to expanding allocations to decarbonization assets:

- Scarcity and quality of sustainable assets, limiting the volume and consistency of available options;
- Regulatory and standardization frameworks in transition, with a lack of consolidated taxonomy and comparable metrics;
- Conservative investor profiles, focused on short-term returns and low risk tolerance;
- Limited internal institutional capacities, with small teams, high monitoring costs, and organizational resistance; and
- The need for a catalytic role from the government, through sovereign sustainable bond issuance in the domestic market, tax incentives, and development and offer of blended finance mechanisms.

The findings indicate that the Brazilian retirement funds market has a favorable regulatory and institutional foundation but still faces structural constraints that limit the scale of allocation to climate-related assets. Strengthening information standardization, expanding the supply of thematic bonds, and consolidating governance and sustainability risk management policies are essential steps to bring the sector closer to its full potential in financing the country's climate transition.

1. Introdução

A transição para uma economia de baixo carbono impõe novos desafios e oportunidades ao sistema financeiro, em especial aos investidores institucionais, cuja capacidade de mobilização de capital é importante para o financiamento climático. Neste contexto, os fundos de **previdência complementar aberta** passam a ter relevância particular. Além de representar um volume expressivo de ativos sob gestão, o setor tem horizonte de investimento de longo prazo que o torna um agente potencialmente estratégico na alocação de recursos em projetos e ativos com impactos positivos sob o ponto de vista climático.

Este **relatório de pesquisa** tem o objetivo de apresentar os principais **desafios regulatórios e de mercado com potencial de** influenciar os gestores dos planos de previdência aberta a integrarem critérios climáticos nas políticas e decisões de investimento. O estudo é uma parceria entre o Instituto Clima e Sociedade – iCS e a Caixa Vida e Previdência.

A pesquisa está estruturada em três eixos complementares: (i) **análise da regulação** do mercado de previdência aberta com possíveis impactos no financiamento climático; (ii) **avaliação climática dos ativos dos fundos**, identificando a exposição a riscos climático; e (iii) identificação de percepções de agentes de mercado e reguladores sobre os desafios e as oportunidades para o financiamento climático pelos fundos de previdência complementar aberta.

A partir dessas três perspectivas, esse relatório apresenta uma **visão integrada do estágio atual de desenvolvimento da agenda climática na previdência complementar aberta no Brasil**, contribuindo para o debate sobre se é possível e como alinhar o sistema previdenciário ao esforço nacional de financiamento sustentável.

2. O Mercado de Fundos de Previdência Aberta no Brasil

No Brasil, há o Regime de Previdência Complementar (RPC) que tem o objetivo oferecer uma proteção adicional ao trabalhador durante a aposentadoria, que se organiza em dois grandes blocos. As Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) ligadas a patrocinadores e instituidores operam planos coletivos para os públicos a si vinculados; e as Entidades Abertas de Previdência Complementar (EAPC), compreendido pelas entidades abertas e seguradoras, que distribuem planos ao público geral, sobretudo com os veículos PGBL e VGBL. Em junho de 2025¹, o sistema como um todo somava R\$ 3,1 trilhões, algo como um quarto do PIB da economia brasileira.

O Relatório Gerencial de Previdência Complementar (RGPC) do 2º trimestre mostrou não só a expansão do patrimônio em 12 meses, como também que aproximadamente 56% do patrimônio (R\$ 1,74 trilhão) estava em EAPCs e 44% em EFPCs (R\$ 1,35 trilhão). Conforme o RGPC, as entidades abertas atendem 77% da população de mais de 16,9 milhões de pessoas que investem em previdência complementar. A tabela a seguir mostra as 10 maiores entidades de previdência abertas e fechadas e total de ativos investidos por elas no final do 2º trimestre de 2025:

Tabela 1. Dez maiores EAPCs e EFPCs do Brasil, 2º trimestre de 2025.

10 maiores EAPC e Seguradoras	Ativo de Investimentos (R\$ bilhões)	Ativo de Investimentos sobre Total Geral	10 maiores EFPC	Ativo de Investimentos (R\$ bilhões)	Ativo de Investimentos sobre Total Geral
BRASILPREV	454,3	26,0%	PREVI/BB	285,6	21,1%
BRADESCO	393,7	22,6%	PETROS	143,6	10,6%
ITAÚ	329,4	18,9%	FUNCEF	124,9	9,2%
CAIXA VIDA E PREVIDENCIA	195,5	11,2%	VIVEST	50,4	3,7%
ZURICH SANTANDER	113,0	6,5%	ITAU UNIBANCO	35,1	2,6%
XP	73,3	4,2%	VALIA	32,3	2,4%
ICATU	56,3	3,2%	BANESPREV	28,5	2,1%
BTG PACTUAL	37,6	2,2%	SISTEL	23,4	1,7%
SAFRA	30,7	1,8%	POSTALIS	22,5	1,7%
SUL AMÉRICA	16,1	0,9%	FORLUZ	22,1	1,6%
TOTAL GERAL	1.744,6	44 EAPCs	TOTAL GERAL	1.355,1	268 EFPCs

Fonte: Relatório Gerencial de Previdência Complementar

(<https://www.gov.br/previdencia/pt-br/assuntos/previdencia-complementar/rgpc>).

Nas EAPC, o PGBL e VGBL são as principais portas de entrada para o investidor, o RGPC registrou em junho de 2025, que cerca de 81% das contribuições totais do sistema foram feitas no segmento aberto, e, algo próximo de 90% das entradas concentrou-se em VGBL; PGBL respondeu por pouco mais de 8%. No acumulado de

¹ <https://www.gov.br/previdencia/pt-br/noticias/2025/outubro/patrimonio-da-previdencia-complementar-atinge-r-3-1-trilhoes-em-2025>

12 meses encerrados em junho de 2025, a captação líquida do sistema somou R\$ 71,1 bilhões, sendo R\$ 37,6 bilhões vindos das EAPC e R\$ 33,6 bilhões das EFPC.

Em junho de 2025, apesar de o mercado de fundos de investimento em geral ter fechado o mês com captação líquida positiva de R\$ 13,6 bilhões conforme boletim da ANBIMA², a classe “Previdência” registrou saídas líquidas de R\$ 5,4 bilhões. Isso naturalmente força as empresas gestoras de fundos de previdência aberta a manter mais recursos em ativos de alta liquidez e de baixo risco do que poderiam ter em razão do horizonte de longo prazo de aposentadoria e de usufruto de benefícios, nas EFPCs os resgates representaram 0,31% dos ativos enquanto nas EAPCs os resgates foram de 4,33%.

Quando se compara os fundos de investimento das EAPCs com os demais do mercado cobertos pela ANBIMA, o agregado da indústria teve saldo positivo puxado principalmente pelos FIDCs e renda fixa de crédito, enquanto multimercados, ações e previdência apareceram com captação líquida negativa. A ANBIMA registrou que os fundos de previdência privada fecharam o 1º semestre de 2025 com R\$ 1,6 trilhão, que representa 16,4% dos R\$ 9,8 trilhões de patrimônio líquido da indústria, e cresceu 67,2% em termos reais na última década, reforçando a ideia de que, mesmo com eventuais ruídos de captação, os PGBL e VGBL continuam na estratégia de poupança de famílias.

As EFPC e EAPC ocupam papéis complementares, com os fundos de pensão fechados entregando, pela escala e pelo alinhamento atuarial, uma experiência previdenciária para grupos específicos de poupadores, enquanto os planos PGBL e VGBL democratizam o acesso, e herdam a disciplina e a transparência da indústria de fundos.

² https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/fundos-de-investimento/boletim-de-fundos-de-investimentos/boletim-de-fundos-de-investimentos.htm

3. Regulação da Previdência Complementar Aberta e Investimento Climático

i. Objetivos da regulação da Previdência Complementar Aberta

Os planos de previdência complementar aberta são regidos pela Lei Complementar nº 109/2001, pelas resoluções do Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) e pelas circulares da Superintendência de Seguros Privados – SUSEP, ambas instituições criadas pelo Decreto Lei n. 73/1966, que institui o Sistema Nacional de Seguros Privados. O CNSP tem competência de instituir as diretrizes gerais e normas da política de seguros privados, enquanto a SUSEP é autarquia federal com competência para regular, monitorar e punir (quando ilícitos forem praticados e mediante instauração de procedimento administrativo) o mercado de seguros brasileiro.³ A previdência complementar está dividida, por lei, entre previdência complementar aberta e fechada. Os planos de previdência complementar fechada são ofertados obrigatoriamente aos empregados ou servidores dos patrocinadores ou associados dos instituidores.⁴ Por patrocinadores, entende-se empresas ou grupos de empresas ou a União, Estados, Distrito Federal e Municípios; e entre os associados estão pessoas jurídicas de natureza profissional, classista ou setorial.⁵ Já os planos de benefício de entidades abertas são ofertados e acessados pelo público geral, podendo ser individuais ou coletivos.⁶

A aplicação dos recursos, denominados “reservas técnicas, provisões e fundos”, deve ser feita de acordo com os critérios estabelecidos pelos reguladores e conforme diretrizes do Conselho Monetário Nacional⁷ e estão dentre as prioridades da regulação prudencial. O objetivo da regulação do mercado de previdência complementar, seja aberta seja fechada, são os seguintes, nos termos do artigo 3º. da Lei Complementar 109/2001:

“I - formular a política de previdência complementar;

II - disciplinar, coordenar e supervisionar as atividades reguladas por esta Lei Complementar, compatibilizando-as com as políticas previdenciária e de desenvolvimento social e econômico-financeiro;

III - determinar padrões mínimos de segurança econômico-financeira e atuarial, com fins específicos de preservar a liquidez, a solvência e o equilíbrio dos planos de benefícios, isoladamente, e de cada entidade de previdência complementar, no conjunto de suas atividades;

³ Cf <https://www.gov.br/susep/pt-br>

⁴ Cf. Arts 12 e 16, Lei Complementar 109/2001.

⁵ Cf. Art. 31, Lei Complementar 109/2001.

⁶ Cf. Arts. 26 e 27 da Lei Complementar 109/2001.

⁷ Cf. art 9, parágrafo 1º da Lei Complementar 109/2001

IV - assegurar aos participantes e assistidos o pleno acesso às informações relativas à gestão de seus respectivos planos de benefícios;

V - Fiscalizar as entidades de previdência complementar, suas operações e aplicar penalidades; e

VI - proteger os interesses dos participantes e assistidos dos planos de benefícios.”

A preocupação prudencial de robustez do mercado também aparece em outros artigos da mesma lei, como por exemplo, nos artigos 7º e 29, da Lei Complementar 109/2001, que estabelecem:

“Art. 7º. Os planos de benefícios atenderão a padrões mínimos fixados pelo órgão regulador e fiscalizador, com o objetivo de assegurar transparência, solvência, liquidez e equilíbrio econômico-financeiro e atuarial.

“Art. 29 Compete ao órgão regulador, entre outras atribuições que lhe forem conferidas por lei:

I - fixar padrões adequados de segurança atuarial e econômico-financeira, para preservação da liquidez e solvência dos planos de benefícios, isoladamente, e de cada entidade aberta, no conjunto de suas atividades.”

Duas notas relevantes para o presente trabalho. A primeira é que este estudo está restrito à análise do mercado de planos de previdência aberta. A segunda é que a reflexão sobre o financiamento climático pelas entidades de previdência complementar aberta exige estar dentro do contexto da regulação prudencial deste mercado com preocupação específica da sua solidez e sua capacidade de cumprir os benefícios atuais e futuros dos participantes e assistidos.

ii. Sustentabilidade na Regulação do CNSP e da SUSEP

Em conjunto, a Circular SUSEP nº 666/2022 e a Resolução CNSP nº 473/2024 configuram as iniciativas regulatórias relacionadas à agenda de sustentabilidade para o mercado de previdência complementar aberta. A Circular estrutura as obrigações de avaliação de risco de sustentabilidade e governança interna. A Resolução estabelece critérios para a oferta de produtos rotulados como sustentáveis ou nomenclatura similar, vinculando-os à geração de benefícios climáticos, ambientais e sociais.

As duas normas administrativas são os principais normativos regulatórios do setor para alinhar o sistema brasileiro às melhores práticas internacionais de finanças sustentáveis, ampliando a transparência e a credibilidade dos produtos oferecidos.

iii. Deveres e Responsabilidades dos Gestores das ECAPs e Decisão de Investimento

A Lei Complementar 109/2001, as resoluções do CNSP e as circulares da SUSEP estabelecem o regime jurídico dos deveres e responsabilidades dos gestores das entidades de previdência aberta na função de administradores de recursos de terceiros (os participantes e os assistidos), o que conforma a tomada de decisão de alocação de recursos e investimentos.

O regime geral de responsabilidade dos gestores é o de responsabilidade subjetiva, nos termos do art. 73 da Lei Complementar 109/2001, segundo o qual respondem civilmente pelos prejuízos causados à entidade ou aos participantes, por ação ou omissão, dolosa ou culposa. Os deveres fiduciários, responsabilidades e padrão de conduta esperado na tomada de decisão de investimento estão previstos em Resoluções do CMN e da CNSP e nas Circulares da SUSEP.

Nos termos do art. 9º, parágrafo 1º. da Lei Complementar 109/2021, é competência do CMN estabelecer as diretrizes para aplicação dos recursos correspondentes às reservas, às provisões e aos fundos, constituídos conforme critérios estabelecidos pela SUSEP.

A diretrizes para aplicação dos recursos estão previstas na Resolução CMN 4.993/2022, que traz regras granulares e detalhas sobre onde podem ser alocados os ativos das EACP. A diretriz fundamental está prevista no art. 2º., nos seguintes termos:

“Art. 2º Na aplicação dos recursos de que trata este Regulamento, as sociedades seguradoras, as sociedades de capitalização, as entidades abertas de previdência complementar e os resseguradores devem:

I - observar os princípios de segurança, rentabilidade, solvência, liquidez, diversificação, adequação à natureza de suas obrigações e transparência;

II - exercer suas atividades com boa fé, lealdade e diligência;

III - zelar por elevados padrões éticos;

IV - adotar práticas que visem garantir o cumprimento de suas obrigações, considerando, inclusive, a política de investimentos estabelecida, observadas as modalidades, segmentos, limites e demais critérios e requisitos estabelecidos neste Regulamento; e

V - observar, sempre que possível, os aspectos relacionados à sustentabilidade econômica, ambiental, social e de governança dos investimentos.”

Detalhes dos deveres na alocação ainda estão previstos, em granularidade e tecnicidades em outros normativos, tais como Resolução CNSP 432/2021, Resolução CNSP 463/2024, e Circular SUSEP 698/2024.

Nota-se que os gestores de recursos atuam em um mercado altamente regulado sobre a alocação dos recursos, com dever geral de atuar no melhor interesse dos participantes e assistidos, de boa-fé, dentro de padrões éticos, de forma a observar os princípios da segurança, rentabilidade, solvência, liquidez, diversificação, adequação e transparência, seguindo as regras específicas. Aspectos de sustentabilidade podem ser considerados, quando possível, na incorporação de riscos climáticos, ambientais e sociais nas políticas e decisões de investimentos.

Conclui-se que deveres fiduciários dos gestores de previdência aberta compõem um regime híbrido de aspectos prudenciais e conduta fiduciária, com parâmetros técnicos e detalhados.

iv. Governança e Gestão do Risco de Sustentabilidade pelas Supervisionadas

Pela Circular SUSEP 666/2022, foram disciplinados os requisitos para avaliação e gestão de riscos relacionados à sustentabilidade pelas seguradoras, entidades abertas de previdência complementar (EAPCs), sociedades de capitalização e resseguradoras.

A norma define cinco tipos de riscos: (i) climáticos, (ii) ambientais, (iii) sociais, (vi) de interesse comum a pessoas que não se enquadrem nos demais riscos climáticos; e (v) riscos de sustentabilidade.⁸ Sustentabilidade é considerada como o conjunto formado por riscos climáticos, ambientais e sociais. Nos termos do artigo 2º., item II, os riscos climáticos estão divididos em três:

- a) *Riscos físicos*, quando há “possibilidade de ocorrência de perdas ocasionadas por eventos associados a intempéries frequentes e severas ou a alterações ambientais de longo prazo, que possam ser relacionadas a mudanças em padrões climáticos”,
- b) *Riscos de transição*, na “possibilidade de ocorrência de perdas ocasionadas por eventos associados ao processo de transição para uma economia de baixo carbono, em que a emissão de gases do efeito estufa é reduzida ou compensada e os mecanismos naturais de captura desses gases são preservados”,
- c) *Riscos Climáticos de Litígio*, se houver a “possibilidade de perdas ocasionadas por sinistros em seguros de responsabilidade ou ações diretas

⁸ Cf. Art. 2º., itens II a VI, Circular SUSEP 666/2022. Especificamente sobre denominado “risco de sustentabilidade”, o parágrafo único, estabelece a sua abrangência nos seguintes termos: “Parágrafo único. Os riscos de sustentabilidade incluem eventos que incidam sobre a própria supervisionada ou suas partes interessadas e que tenham, com base em critérios estabelecidos pela supervisionada, potencial de impactar suas operações, afetar a demanda por seus produtos ou serviços ou resultar em variações desfavoráveis no valor de seus ativos ou passivos.”

contra a supervisionada, ambos em função de falhas na gestão de riscos climáticos físicos ou de transição”

Para identificar e hierarquizar tais riscos de sustentabilidade, cada supervisionada deve elaborar um estudo de materialidade, a ser reavaliado ao menos a cada três anos, que classifique os riscos segundo sua probabilidade e impacto.⁹ A gestão destes riscos deve ser proporcional ao porte, à natureza e à complexidade das operações, produtos e serviços, clientes, fornecedores e prestadores de serviços.¹⁰

Os riscos de sustentabilidade devem se inserir no Sistema de Controles Internos (SCI) e à Estrutura de Gestão de Riscos (EGR), com adoção de metodologias, processos e controles para a identificação, mensuração e monitoramento, com maior rigor para a supervisionada dos segmentos S1 e S2¹¹. A avaliação do risco de sustentabilidade deve ser feita a partir de critérios que considerem os itens trazidos pela norma, seja para decisão de investimento seja para seleção de fornecedores e prestadores de serviços.¹²

As supervisionadas devem ter política de sustentabilidade própria, contendo princípios e diretrizes para condução dos negócios e relacionamento com partes interessadas.¹³ Essa política deve abordar a preservação ambiental, a transição para uma economia de baixo carbono, o respeito aos direitos fundamentais e a promoção de uma sociedade mais resiliente e inclusiva.¹⁴

Exige-se que seja implementada a política de sustentabilidade a partir do desenvolvimento e oferta de produtos e serviços ou no desempenho das atividades e operações.¹⁵ Monitoramento e avaliações periódicas são exigidas também.¹⁶

Do ponto de vista da governança corporativa das supervisionadas, os seus órgãos de administração têm competência para promover e assegurar a integração das políticas, a aderência dos negócios à política de sustentabilidade e garantir que mecanismos de desempenho e de remuneração não incentivem condutas contrárias à política de sustentabilidade.¹⁷ Cabe aos diretores conduzir a atividade de acordo com tal política

⁹ Cf. Art. 3º, §1º, Circular SUSEP 666/2022

¹⁰ Cf. Art. 3º, caput e §§2º e 3º, Circular SUSEP 666/2022

¹¹ Cf. Art. 4º, Circular SUSEP 666/2022. Seguindo as diretrizes da regulação prudencial e com o objetivo de regulação proporcional, considera-se o porte e risco das entidades supervisionadas para qualificá-las em diferentes segmentos. As entidades que estão no Segmento 1 (S1) são de maior porte ou complexidade, com obrigações regulatórias mais amplas e recebendo maior atenção do regulador deste mercado. Os Segmentos estão definidos na Resolução CNSP 388/2020, com alterações na sua redação original.

¹² Cf. Arts. 5º, 6º, e 7º, Circular SUSEP 666/2022

¹³ Cf. Arts. 8º. a 10, Circular SUSEP 666/2022

¹⁴ Cf. Art. 8º, §1º, Circular SUSEP 666/2022

¹⁵ Cf. Art. 11, Circular SUSEP 666/2022

¹⁶ Cf. Art. 12, Circular SUSEP 666/2022

¹⁷ Cf. Art. 13, Circular SUSEP 666/2022

e dar subsídios ao conselho de administração para elaboração e avaliação da política de sustentabilidade.¹⁸

Por fim, há a obrigatoriedade de um relatório anual de sustentabilidade, nos termos do normativo da SUSEP, a ser divulgado até 30 de abril de cada exercício.¹⁹

v. Oferta de Produtos Sustentáveis no mercado de Previdência Aberta

Com o objetivo de evitar a prática de *greenwashing*, entendida como a prestação de informações incompletas, enganosas ou falsas envolvendo questões ambientais²⁰, a Resolução CNSP 473/2024 regulamenta e estabelece diretrizes para a classificação de planos de seguros e de previdência complementar aberta como sustentáveis.²¹

Tal Resolução define quatro categorias de benefícios climáticos que caracterizam um produto:

I - *benefícios climáticos físicos*: resultados positivos ou vantagens que resultam da implementação de ações, políticas, tecnologias ou práticas que contribuem para evitar ou mitigar perdas ocasionadas por eventos associados a intempéries frequentes ou severas, ou a alterações ambientais de longo prazo, que possam ser relacionadas a mudanças em padrões climáticos;

II - *benefícios climáticos de transição*: resultados positivos ou vantagens que resultam da implementação de ações, políticas, tecnologias ou práticas que contribuem para o processo de transição para uma economia de baixo carbono, em que a emissão de gases do efeito estufa é reduzida ou compensada, e os mecanismos naturais de captura desses gases são preservados;

III - *benefícios ambientais*: resultados positivos ou vantagens que resultam da implementação de ações, políticas, tecnologias, pesquisas científicas ou práticas que contribuem para evitar ou mitigar perdas ocasionadas por eventos

¹⁸ Cf. Art. 14, Circular SUSEP 666/2022

¹⁹ Cf. Arts. 15 e 16, Circular SUSEP 666/2022

²⁰ Sobre *greenwashing*, ver: ROCHA, Carolina. ESG de mentira: Maioria de executivos admite *greenwashing*. *Capital Aberto*, São Paulo, 24 abr. 2022. Disponível em: [https://capitalaberto.com.br/secoes/reportagens/esg-para-ingles-ver/?utm_campaign=newsletter_-_250422_base_geral&utm_medium=email&utm_source=RD+Station]; FREITAS NETTO, Sebastião Vieira de; SOBRAL, Marcos Felipe Falcão; RIBEIRO, Ana Regina Bezerra; SOARES, Gleibson Robert da Luz. Concepts and forms of greenwashing: A systematic review. *Environmental Sciences Europe*, v. 32, n. 1, 2020. p. 6. Disponível em: [<https://enveurope.springeropen.com/track/pdf/10.1186/s12302-020-0300-3.pdf>]; e REIS, Yasmin F.; PRADO, Viviane Muller; e DUTRA, Marcos Galileu L. Greenwashing e o regime informacional do mercado de capitais brasileiro, *Revista dos Tribunais*, Ano 112, vol. 1.054, agosto/2023, p. 141.

²¹ Cf. Art. 1º, Resolução CNSP nº 473/2024

associados à degradação do meio ambiente, incluindo o uso excessivo de recursos naturais; e

IV - *benefícios sociais*: resultados positivos ou vantagens que resultam da implementação de ações, políticas, tecnologias, pesquisas científicas ou práticas que contribuem para evitar ou mitigar perdas ocasionadas por eventos associados à violação de direitos e garantias fundamentais, ou a atos lesivos a interesse comum.”²²

As EAPCs somente podem classificar um plano como sustentável ou usar no material publicitário as expressões “ESG”, “ASG”, “ambiental”, “verde”, “social”, ou “sustentável” se os Fundos de Investimento Especialmente Constituídos (FIEs) seguirem a regulação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) sobre fundos no mesmo rótulo dos produtos.²³ É vedado usar expressões ligadas à agenda de sustentabilidade para induzir o participante a erro.²⁴

A rotulagem do produto deve ter fundamento em “metodologias, princípios ou princípios amplamente reconhecidos”²⁵ e estar refletida em seus regulamentos e condições contratuais, os quais precisam indicar os benefícios esperados, os indicadores de mensuração, o público-alvo e as metodologias utilizadas.²⁶

A classificação deve ser acompanhada anualmente por auditoria interna²⁷, e o diretor técnico designado responde pela conformidade dos produtos.²⁸ O registro do produto na SUSEP deve indicar expressamente a classificação sustentável.²⁹

vi. Regulação de Mercado de Capitais e Investimentos Sustentáveis

a. Regulação da CVM e Agenda Climática

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) vem consolidando sua agenda de sustentabilidade no mercado de capitais brasileiro, articulando-se de acordo com a sua Política de Finanças Sustentáveis e operacionalizada por Planos de Ação Binauais.

Para os emissores de valores mobiliários, por exemplo, foi editada norma que determina o regime informacional sobre riscos climáticos nos Formulários de

²² Cf. Art. 2º, Resolução CNSP nº 473/2024

²³ Cf. Art. 4º, Resolução CNSP nº 473/2024

²⁴ Cf. Art. 5º, Resolução CNSP nº 473/2024

²⁵ Cf. Art. 6º, Resolução CNSP nº 473/2024

²⁶ Cf. Art. 7º, Resolução CNSP nº 473/2024

²⁷ Cf. Art. 8º, Resolução CNSP nº 473/2024

²⁸ Cf. Art. 9º, Resolução CNSP nº 473/2024

²⁹ Cf. Art. 10, Resolução CNSP nº 473/2024

Referência, no modelo pratique ou explique, de acordo com a Resolução CVM 59/2021, alterada pela Resolução 80/2022.

Posteriormente, pela Resolução CVM 193/2023, houve adoção pioneira dos padrões contábeis de sustentabilidade do ISSB, o IFRS S1(sustentabilidade) e S2 (climático), em regime voluntário e que será obrigatório a partir do exercício social de 2026, nos termos da Resolução CVM 207/2024 (CBPS 01) e Resolução CVM 208/2024 (CBPS 02). As novas regras determinam a elaboração e divulgação de relatórios financeiros relacionados à sustentabilidade pelas companhias abertas, alinhando o Brasil a padrões internacionais, seguindo o objetivo de padronização de informações de sustentabilidade, para melhor comparabilidade dos ativos de mercados diferentes.

Estas duas normas contribuem para transparência, comparabilidade e confiabilidade das informações divulgadas ao mercado e pretendem coibir práticas de *greenwashing*.

Sobre os **fundos de investimentos rotulados**, a **Resolução CVM 175/2022** estabelece, em seu Anexo I, que os *ativos financeiros* dos fundos como créditos de descarbonização (CBIO) ou créditos de carbono podem ser reconhecidos como ativos financeiros, desde que registrados em sistema autorizado pela CVM ou BC ou negociados em mercado autorizado pela CVM³⁰. Além disso, em especial para fundos cuja denominação contenha termos como “ESG”, “sustentável”, “verde” ou correlatos, a Resolução CVM 175/2022 impõe obrigações de mais *disclosure* para demonstrar que suas políticas e práticas de investimento de fato guardam coerência com essas características rotuladas, pretendendo coibir o *greenwashing*. A mesma preocupação existe quando há oferta de títulos de dívidas rotuladas com propósitos ESG.

A Lei 15.042/2024, que criou o Sistema Brasileiro de Comércio de Emissões de Gases de Efeito Estufa (SBCE), qualificou os ativos deste mercado e créditos de carbono como valores mobiliários, no seu artigo 14, dando assim competência para a CVM regular tal mercado nos termos da Lei 6.385/1976. No Plano de Ação em Finanças Sustentáveis da CVM de 2025-2026, há iniciativa relacionada com o estudo e regulação do crédito de carbono negociado no mercado de capitais brasileiro. Nota-se assim, que ainda é um mercado a ser regulado até o final do próximo ano.

Para a agenda de finanças sustentáveis, é possível concluir que a CVM mantém a sua estratégia regulatória de *full and fair disclosure*, com o objetivo de garantir que a tomada de decisão investimento por investidores seja baseada em informações claras, precisas e corretas, sem impor regras de condutas específicas.

³⁰ Cf. Art. 2o., Resolução CVM 175/2022.

b. Fundos de Investimento e rótulos ESG

A regulamentação da indústria de fundos de investimentos também adota a estratégia do *full and fair disclosure* para disciplinar a rotulação dos fundos como verde, ESG, ambiental, social, sustentável ou denominação similar.

Os regulamentos dos fundos com referência à qualificadoras de sustentabilidade precisam esclarecer os seguintes pontos: “I – quais os benefícios ambientais, sociais ou de governança esperados e como a política de investimento busca originá-los; II – quais metodologias, princípios ou diretrizes são seguidas para a qualificação do fundo ou da classe, conforme sua denominação; III – qual a entidade responsável por certificar ou emitir parecer de segunda opinião sobre a qualificação, se houver, bem como informações sobre a sua independência em relação ao fundo; e IV – especificação sobre a forma, o conteúdo e a periodicidade de divulgação de relatório sobre os resultados ambientais, sociais e de governança alcançados pela política de investimento no período, assim como a identificação do agente responsável pela elaboração do relatório.”³¹

Nota-se que o regulador buscou a integração dos fatores ESG na política de investimento, ao dispor que: “Caso a política de investimento integre fatores ambientais, sociais ou de governança às atividades relacionadas à gestão da carteira, mas não busque originar benefícios ambientais, sociais ou de governança, fica vedada a utilização dos termos referidos no caput, devendo o regulamento dispor acerca da integração dos referidos fatores à política de investimento.”³²

Os fundos de investimento rotulados são disciplinados também no momento da sua oferta pela Resolução CVM 160/2022, seguindo a mesma estratégia de divulgação de informações sobre as qualificadoras de sustentabilidade.

Nas ofertas de cotas de fundos de investimentos fechado³³, quando qualificados como “verde”, “social”, “sustentável” ou com qualificação correlata, o prospecto deverá trazer as seguintes informações: “a) quais metodologias, princípios ou diretrizes amplamente reconhecidos foram seguidos para qualificação da oferta conforme item acima; b) qual a entidade responsável pela averiguação acima citada e tipo de avaliação envolvida; c) obrigações que a oferta impõe quanto à persecução de objetivos “verdes”, “sociais”, “sustentáveis” ou termos correlatos, informando metodologias, princípios ou diretrizes; e d) especificação sobre a forma, a periodicidade e a entidade responsável pelo reporte acerca do cumprimento de obrigações impostas pela oferta quanto à

³¹ Cf. Art. 49, Resolução CVM 175/2022.

³² Cf. Art. 49, parágrafo único, Resolução CVM 175/2022, com redação dada pela Resolução CVM nº 184, de 31 de maio de 2023.

³³ Nos fundos de investimento fechados, as suas cotas somente podem ser resgatadas no decurso do prazo de duração do fundo, mas podem ser negociadas no mercado secundário. Para uma explicação e diferenciação de fundos abertos e fechados, ver o Portal do Investidor – Fundos abertos x Fundos fechados, disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/tipos-de-investimentos/fundos-de-investimentos/fundos-abertos-x-fundos-fechados>

persecução de objetivos “verdes”, “sociais”, “sustentáveis” ou termos correlatos, conforme a metodologia, princípios ou diretrizes amplamente reconhecidos.”³⁴

Se houver oferta de cotas de Fundos de Investimento de Direitos Creditórios – FIDCS, com as qualificadoras de sustentabilidade³⁵, as mesmas informações mencionadas acima devem ser divulgadas no prospecto da oferta sobre metodologia e *frameworks* amplamente reconhecidos, identificação da avaliação independente, obrigações não financeiras relacionadas com a qualificadora do Fundo, e, por fim, questões relacionadas com o reporte de adimplemento das obrigações não financeiras.

c. Dívida Corporativa Privada Rotulada

As ofertas de dívidas corporativas podem conter obrigações não financeiras para o emissor, além das obrigações financeiras de pagamento do valor principal dentro do prazo de vencimento e juros. Para as dívidas rotuladas, utiliza-se dois tipos de títulos: de uso de recursos (*use of proceeds*) e os *sustainability-linked bond (SLB)*. No primeiro, a companhia emissora tem a obrigação de alocar os recursos em projetos com impacto na agenda ESG, conforme definido na escritura de emissão. Neste tipo estão os denominados *green bonds*, *blue bonds*, *social bonds* e *sustainable bonds*. Já no segundo, a escritura de emissão prevê obrigações não financeiras que independem da alocação dos recursos captados.

Para o mercado de dívida privada é de grande relevância os *frameworks* e *standards* internacionais para a qualificadora de sustentabilidade dos títulos de dívida, tais como da *International Capital Market Association* - ICMA ou da Climate Bond Initiative – CBA. No Brasil, os padrões da ICMA são os mais utilizados nas emissões e, recentemente, tem ganhado relevância os padrões ANBIMA para o rótulo dos títulos de dívida.

Na regulamentação da CVM, a emissão de dívidas temáticas ou rotuladas seguem a mesma estratégia regulatória do *full and fair disclosure*. Nesta linha, a Resolução CVM 160/2022, exige que o prospecto já na capa indique se o título é “qualificado pelo emissor como ‘verde’, ‘social’, ‘sustentável’ ou termos correlatos”.³⁶ Na Lâmina da oferta de dívida, deve indicar se o título é classificado como “verde”, “social”, “sustentável” ou correlato.³⁷

Se o título ofertado for qualificado pelo emissor como “verde”, “social”, “sustentável” ou termos correlatos, há obrigação de informar: “a) quais metodologias, princípios ou diretrizes amplamente reconhecidos foram seguidos para qualificação da oferta

³⁴ Cf. Anexo C, conforme modificação da Resolução CVM160/2022, pela Resolução CVM 175/2022.

³⁵ Cf item 4.4. para Anexo D, da Resolução CVM 160/2022.

³⁶ Cf, Anexo B, item 2.5. Resolução CVM 160/2022.

³⁷ Cf. Anexo G, item b.1.9, Resolução CVM 160/2022.

conforme item acima; b) qual a entidade independente responsável pela averiguação acima citada e tipo de avaliação envolvida; c) obrigações que a oferta impõe quanto à persecução de objetivos “verdes”, “sociais”, “sustentáveis” ou termos correlatos, conforme metodologias, princípios ou diretrizes amplamente reconhecidos; e d) especificação sobre a forma, a periodicidade e a entidade responsável pelo reporte acerca do cumprimento de obrigações impostas pela oferta quanto à persecução de objetivos “verdes”, “sociais”, “sustentáveis” ou termos correlatos, conforme a metodologia, princípios ou diretrizes amplamente reconhecidos.”³⁸

O mesmo aplica-se para emissão de Certificado de Recebíveis Imobiliários - CRIs e Certificado de Recebíveis do Agronegócio- CRAs, nos termos da regulação do prospecto para a oferta de securitização.³⁹ Nos dados da oferta, há necessidade da informação se o título é qualificado pela securitizadora como “verde”, “social”, “sustentável” ou termos correlatos.

d. Fundos de Investimento Sustentável (IS) na Autorregulação da ANBIMA

Nas entrevistas feitas pelos autores com atores do mercado e cujos resultados são apresentados a seguir foi constantemente mencionada a relevância dos Fundos IS, que seguem as regras da ANBIMA como referência da alocação de recursos com perspectiva da agenda de sustentabilidade. Trata-se de padrões de autorregulação menos prescritivos, conforme justificado pela própria ANBIMA na explicação dos seus critérios e requisitos mais amplos para os Fundos IS:

“Considerando a diversidade de estratégias que podem ser utilizadas para atender tal objetivo e o estágio ainda inicial de formação de conceitos, inclusive em nível internacional, a proposta do grupo procurou utilizar critérios menos prescritivos (por exemplo, evitar percentuais e determinação de abordagens específicas).”⁴⁰

“Na definição incorporada à autorregulação da ANBIMA, o fundo IS é o fundo que tem como objetivo primordial a tese de investimento sustentável. Conforme definido nas regras e nos procedimentos, o investimento sustentável é um “investimento com objetivo intencional de proteger, contribuir, evitar danos ou degradações, gerar impacto positivo e/ou assegurar direitos em questões

³⁸ Cf. Resolução CVM 160/2022, Anexo B – Prospecto de Dívida, Item 3.8

³⁹ Cf. Resolução 160/2022, Anexo E, item 4.4 e item 3.5.

⁴⁰ ANBIMA, Perguntas e Respostas. Regras e procedimentos para identificação de fundos de investimento sustentável, 26/10/2022, p. 5, disponível em https://www.anbima.com.br/data/files/04/A1/F8/73/2BD2F710104042F76B2BA2A8/Perguntas_respostas_identificacao_fundos_sustentaveis.pdf

ambientais, sociais e/ou de governança sem que haja intenção de comprometer o desempenho financeiro do Fundo.”⁴¹

Na qualidade de autorreguladora voluntária no mercado de capitais brasileiro, a ANBIMA desenvolveu com conjunto de normas voluntárias denominadas “Regras e Procedimentos para Identificação de Fundos de Investimento Sustentável (IS)”, vigente desde janeiro de 2022⁴². Atualmente a disciplina está no documento intitulado “Regras e Procedimentos para Investimentos em Ativos Sustentáveis” (Código IS, nº 18/2023”, 13 de julho de 2023). Este normativo privado estabelece critérios específicos para dois tipos de fundos de investimento: (i) os que se identificam como sustentáveis (IS) ou (ii) aqueles que integram fatores ambientais, sociais e de governança (ESG) em suas decisões de investimento.

Os Fundos IS devem ter, de forma clara e intencional, o objetivo de gerar benefícios ambientais, sociais e/ou de governança como parte central de sua política de investimento. Esse objetivo deve estar explícito e não subordinado ao retorno financeiro. Já os fundos que integram critérios ESG são aqueles que, mesmo sem terem um objetivo sustentável expresso, utilizam critérios ESG de maneira sistemática como parte da análise de risco e retorno de seus ativos, com o propósito de tomar decisões de investimento mais completas e responsáveis.

As regras do Fundo IS e de Fundos ESG são aplicáveis a diversos tipos de fundos constituídos no mercado brasileiro: FIF em renda fixa, ações e multimercado; fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC); fundos de índice (ETF); FIC dos fundos que investem em fundos classificados como IS ou que integrem ESG; além de fundos que invistam no exterior, desde que atendam critérios semelhantes aos estabelecidos para fundos sustentáveis ou ESG em sua respectiva jurisdição de origem.⁴³

As regras da ANBIMA são obrigatórias somente se o participante de mercado divulgar seus fundos como IS ou como aquele que faz análise de risco ESG, tanto em materiais publicitários quanto em documentos regulatórios.⁴⁴

⁴¹ ANBIMA, Perguntas e Respostas. Regras e procedimentos para identificação de fundos de investimento sustentável, 26/10/2022, p. 7, disponível em https://www.anbima.com.br/data/files/04/A1/F8/73/2BD2F710104042F76B2BA2A8/Perguntas_respostas_identificacao_fundos_sustentaveis.pdf

⁴² Anbima. Perguntas e Respostas. Regras e Procedimentos para identificação de fundos de investimentos sustentáveis, 26/10/2022. https://www.anbima.com.br/data/files/04/A1/F8/73/2BD2F710104042F76B2BA2A8/Perguntas_respostas_identificacao_fundos_sustentaveis.pdf

O regulamento está disponível em:

“Regras e Procedimentos para Investimentos em Ativos Sustentáveis”, “Regras e Procedimentos para Identificação de Fundos de Investimentos Sustentáveis n. 18, 13 de julho de 2023, disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/C3/03/3E/09/954C88107D83F688EA2BA2A8/1.%20Regras_procedimentos_Fundos%20IS_13.7.23.pdf

⁴³ Art. 1º. Parágrafo único, Regras e Procedimentos para Investimentos em Ativos Sustentáveis, 2023, Anbima.

⁴⁴ Art. 2º. Regras e Procedimentos para Investimentos em Ativos Sustentáveis, 2023, Anbima.

Para que um fundo possa ser identificado como IS, ele deve atender as exigências descritas no normativo da ANBIMA.⁴⁵ É necessário que o regulamento declare expressamente os objetivos sustentáveis, indicando de forma clara os benefícios ambientais, sociais e/ou de governança esperados e como a política de investimento está estruturada para alcançá-los. O nome do fundo deve conter o sufixo “IS”, a carteira de ativos deve estar coerente com os objetivos sustentáveis e os ativos não podem causar dano a esses objetivos. Caso o fundo utilize um índice de referência, este deve estar alinhado com os objetivos sustentáveis do fundo.⁴⁶

O fundo IS precisa incluir no regulamento um *link* para o formulário de metodologia ESG, disponibilizado no *site* da instituição. O formulário deve detalhar, entre outros pontos, as fontes de referência utilizadas, os critérios para qualificação e seleção de ativos, a metodologia de avaliação, métricas e indicadores utilizados, eventuais limitações metodológicas, estratégias de engajamento e voto, além de diretrizes para recomposição ou desinvestimento em caso de desalinhamento dos ativos com os objetivos sustentáveis.⁴⁷

No caso dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios - FIDC identificados como IS, é preciso que o regulamento contenha critérios claros de elegibilidade dos direitos creditórios com base nos objetivos sustentáveis, além de comprovar que cedentes e sacados envolvidos nas operações não causam danos à finalidade sustentável do fundo.⁴⁸

Existe ainda a figura do fundo IS espelho, que se caracteriza por investir pelo menos 95% do patrimônio líquido em um único fundo IS, nacional ou estrangeiro. Para que seja validado como espelho IS, a instituição gestora deve adotar procedimentos formais de diligência prévia e monitoramento contínuo do fundo investido, garantindo que este permanece em conformidade com os critérios da ANBIMA para Fundos IS. O fundo espelho precisa divulgar, em seu regulamento, *links* para o formulário de metodologia e para o relatório de reporte ESG do fundo investido, além de cumprir com as exigências de transparência.⁴⁹

vii. Política de Incentivos para Financiamento Climático pelas Entidades de Previdência Aberta

Identifica-se duas estratégias presentes no sistema jurídico brasileiro que buscam direcionar a alocação de recursos em determinados ativos: (i) incentivos fiscais e (ii)

⁴⁵ Os requisitos dos Fundo IS estão previstos no art. 6º, Regras e Procedimentos para Investimentos em Ativos Sustentáveis, 2023, Anbima.

⁴⁶ Art. 6º., I a VII, Regras e Procedimentos para Investimentos em Ativos Sustentáveis, 2023, Anbima.

⁴⁷ Art. 6º., VIII, Regras e Procedimentos para Investimentos em Ativos Sustentáveis, 2023, Anbima.

⁴⁸ Art. 6, §1º, Regras e Procedimentos para Investimentos em Ativos Sustentáveis, 2023, Anbima.

⁴⁹ Art. 8º. Regras e Procedimentos para Investimentos em Ativos Sustentáveis, 2023, Anbima.

obrigatoriedade de investimento em certos ativos para alguns participantes de mercado.

Como exemplo de incentivo fiscal estão as debêntures incentivadas, criadas pela Lei 12.431/2011, que concede benefícios Fiscais para os investidores ao isentar o imposto de renda - IR sobre os rendimentos. Recentemente houve inclusão das debêntures de infraestrutura, que estabelece renúncia fiscal tanto para as empresas emissoras quanto para os investidores, nos termos da Lei 14.801/2024.

Sobre determinação compulsória de investimento em determinado ativo, recentemente, a Lei 15.042/2024, no seu art. 56, estabeleceu a obrigação de entidades de previdência de investirem parte dos seus recursos em ativos do mercado de carbono. O artigo 56 da Lei 15.042/2024, alterado pela Lei 15.076/2024⁵⁰, determina que sociedades seguradoras, entidades abertas de previdência complementar, sociedades de capitalização e resseguradores locais obrigatoriamente adquiram créditos de carbono ou cotas de fundos desses ativos. Estabelece a locação mínima de 0,5% ao ano dos recursos de suas reservas técnicas e provisões no mercado e carbono.

A constitucionalidade desse dispositivo está sendo contestada na Ação Direta de Inconstitucionalidade (ADI) 7795⁵¹, ajuizada pela Confederação Nacional das Empresas de Seguros Gerais, Previdência Privada e Vida, Saúde Suplementar e Capitalização - CNseg. Os argumentos que fundamentam a inconstitucionalidade são de natureza formal e material. Sobre a formalidade, alegam que a disciplina deveria ser por Lei Complementar, nos termos do art. 192 e do art. 202 da Constituição Federal; e que a norma contraria o disposto no artigo 9º, § 2º, da Lei Complementar nº 109/2001, que proíbe a determinação de aplicações compulsórias ou limites mínimos sobre os recursos das reservas técnicas. Na análise substantiva, argumenta-se que há violação dos princípios constitucionais da livre iniciativa e da livre concorrência, em razão de interferência estatal na atividade econômica; ofensa à isonomia; e contrariedade da responsabilidade do poluidor-pagador. Alega-se que a compulsoriedade contraria a segurança e liquidez das reservas, que se destinam a garantir a solvência e o pagamento dos participantes e assistidos. Apontam que, por

⁵⁰ “Art. 56. Em atendimento ao disposto no art. 84 do Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966, as sociedades seguradoras, entidades abertas de previdência complementar, sociedades de capitalização e resseguradores locais deverão, para cumprimento das diretrizes previstas no inciso V do *caput* do art. 2º do regulamento anexo à Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 4.993, de 24 de março de 2022, e na modalidade referida no inciso V do *caput* do art. 7º do mesmo regulamento, adquirir, até o limite previsto na mencionada Resolução ou em norma que vier a substituí-la, mas observado o mínimo de 0,5% ao ano dos recursos de suas reservas técnicas e das provisões, os ativos ambientais previstos no inciso VII do *caput* do art. 2º desta Lei ou cotas de fundos de investimentos em ativos ambientais.

Parágrafo único. As sociedades seguradoras e demais entidades a que se refere este artigo deverão cumprir todas as obrigações previstas no *caput* a partir do ano de entrada em vigor desta Lei.”

⁵¹ STF, Seguradoras contestam lei que impõe compra de créditos de carbono, 19/03/2025,

Disponível em <https://noticias.stf.jus.br/postsnoticias/seguradoras-contestam-lei-que-impoe-compra-de-creditos-de-carbono/>

ser um mercado ainda não existente e regulado, haveria imposição de alocação em ativos ambientais de segurança e liquidez incertas.

Sob o ponto de vista de mercado, vale notar que a alocação compulsória em ativos do mercado de carbono e fundos que investem nestes ativos, apesar de ser legítimo o objetivo de fortalecer o escopo climático para redução das emissões, traz o risco de criação de demanda artificialmente criada por lei, de alocação de recursos de forma não eficiente, o que contraria a finalidade da regulação do setor que é garantir a higidez do mercado e proteger interesses dos participantes e beneficiários finais.

viii. Apontamento conclusivos da parte regulatória

De todo acima exposto, conclui-se que a legislação setorial e regulação que envolve normas do CMN, SUSEP/CNSP, CVM, reforçada pela autorregulação da ANBIMA, permitem e orientam a alocação de recursos das EAPCs em ativos ligados à descarbonização, sem renunciar a liquidez, solvência, diversificação e transparência. A gestão de riscos de sustentabilidade (com materialidade, governança e reporte anuais) e a estratégia de *full and fair disclosure* para rótulos e ofertas reduzem assimetria de informação e risco de *greenwashing*, ao mesmo tempo em que viabilizam o uso de instrumentos já consolidados: FIEs alinhados à rotulagem da CVM, fundos IS/ESG sob as regras da ANBIMA, dívidas temáticas (*green/social/sustainable*) e SLBs, além de ativos vinculados ao futuro SBCE.

Na prática, do ponto de vista regulatório e autorregulatório, o avanço da alocação em descarbonização pelas EAPCs dependerá de três vetores: (i) elegibilidade e mensuração: metodologias claras, indicadores auditáveis e coerência entre rótulo, regulamento e carteira; (ii) gestão e governança: integração efetiva de riscos físicos, de transição e de litígio na EGR/SCI, com políticas, incentivos e monitoramento proporcionais ao porte (S1/S2); e (iii) profundidade de mercado: *pipeline* de ofertas temáticas com *second party opinions*, padronização (como ICMA e ANBIMA) e liquidez suficiente para cumprir limites e prazos regulatórios. Fundos de previdência aberta podem ampliar, de forma prudente, a exposição a ativos que acelerem a transição de baixo carbono, preservando o equilíbrio atuarial dos planos, protegendo participantes e assistidos e contribuindo para o financiamento climático do país.

4. Fundos de Previdência Aberta e Avaliação sob o ponto de vista do Investimento Alinhado à Questão Climática (IAQC)

Esta seção apresenta a metodologia empregada para avaliar o grau de alinhamento climático das alocações dos fundos de previdência complementar aberta no Brasil. O objetivo é mensurar, de forma empírica, em que medida os investimentos realizados por esses fundos incorporam critérios ambientais e contribuem para a descarbonização da economia. Para isso, foi construída uma base integrada de dados financeiros e ESG, combinando informações de carteiras extraídas da Economática com indicadores de sustentabilidade da Bloomberg, FactSet (Truvalue Labs) e ESG WorkSpace da B3. A partir dessa base, foram definidos critérios objetivos para identificar investimentos alinhados à questão climática, estimar o peso desses ativos nas carteiras e analisar a relação entre a alocação em ativos alinhados à questão climática, o risco e o desempenho financeiro dos fundos de previdência.

i. Metodologia

Para avaliar o grau de alinhamento climático das alocações dos fundos de previdência aberta no Brasil, foi adotada uma abordagem empírica baseada em dados de carteiras dos fundos de previdência, conforme classificação da ANBIMA, extraídos da plataforma Economática em junho de 2025. A amostra foi composta por 3.892 fundos. Quando a composição das carteiras não estava disponível na data-base de 30 de junho de 2025, a coleta foi retrocedida para datas anteriores, chegando, em alguns casos, até outubro de 2024. A tabela a seguir apresenta os dados gerais de patrimônio líquido e número de fundos por categoria da amostra:

Tabela 2. Dados gerais da amostra de fundos, em junho de 2025.

Categoria	Número de fundos	Patrimônio Líquido - PL (R\$ bilhões) em junho/25	Part.%
Ações	300	17,9	0,6
Multimercados	2.456	568,3	18,2
Renda Fixa	1.136	2.540,0	81,2
Total Geral	3.892	3.126,2	100,0

Fonte: Economática, com dados trabalhados pelos autores.

Dentro da amostra original havia 1.162 Fundos de Investimento (FI) que investem diretamente em ativos, e 2.730 Fundos de Investimento em Cotas (FIC) ou Fundos-

de-Fundos (FOF ou Fund-Of-Funds) que investem em FI's mas não diretamente em ativos. O foco do estudo foi direcionado para os 1.162 FI's, com patrimônio líquido total de R\$ 1,5 trilhão (valor próximo ao R\$1,6 trilhão indicado nas estatísticas da ANBIMA), que permitiu a análise dos ativos investidos pelos fundos e evitou dupla contagem de recursos.

Em seguida, os 1.839 títulos e ativos das carteiras dos FI's foram identificados na base de dados ESG da Factsect (Truvalue Labs), da Bloomberg, e do ESG WorkSpace da B3, que contêm dados para realizar alguma forma de ranqueamento ESG (2.971 ativos nas bases).

Os nove (9) fundos categorizados como “Multimercados Juros e Moedas” foram reclassificados como sendo de “Renda Fixa”, em função das características das suas carteiras. Nos FI's havia somente 8 fundos classificados como de investimentos sustentáveis e 3 aderentes ao ASG (Ambiental, Social e de Governança) de acordo com a ANBIMA, esses 11 fundos correspondem a 1,2% da amostra, por isso não foi usada ou analisada essa classificação de fundos da ANBIMA neste estudo, mas que pode ser abordada em estudos futuros conforme a indústria de fundos for adequando seus produtos.

Neste estudo, os títulos tradicionais emitidos pelo governo, derivativos, ETFs, fundos de investimento usados para caixa, valores a receber ou a pagar foram considerados como valor zero para nota de divulgação e de emissões, uma vez que não é possível aferir diretamente a exposição setorial ou o grau de aderência climática.

A classificação dos ativos das carteiras dos FI's como alinhados à questão climática foi realizada de duas formas a partir do banco de dados ESG da Bloomberg, sendo uma baseada na variável de Nota de Divulgação Ambiental (Environmental Disclosure Score), por este estudo ter foco na questão climática, e a outra pelo indicador de Emissões de Gases de Efeito Estufa (GEE) Escopo 1 (GHG Scope 1 Emissions).

A Nota de Divulgação Ambiental, calculada e divulgada pela Bloomberg, mede o grau de transparência e amplitude da divulgação ambiental de uma empresa, ou seja, quanta informação relevante sobre aspectos ambientais ela divulga publicamente – não necessariamente seu desempenho real ambiental. Essa nota é construída usando indicadores padronizados e ponderações setoriais, levando em conta normalização, polaridade dos dados e tipos de variável (quantitativa, qualitativa), a escala desse indicador vai de 0 a 10.

Por sua vez, o indicador Emissões de GEE Escopo 1 da Bloomberg representa as emissões diretas GEE atribuídas à empresa em mil tCO₂, segundo o escopo 1, ou seja, aquelas originadas de fontes que ela controla operacionalmente (como combustão de combustível, uso de equipamentos, processos industriais etc.). Quando uma companhia reporta essas emissões, esse valor é incluído conforme seus

relatórios públicos; quando não há reporte confiável, a Bloomberg recorre a seu modelo proprietário de estimativa de emissões.

Quando empregada a Nota de Divulgação Ambiental como critério, considerou-se o título ou ativo como investimento alinhado à questão climática se a nota da empresa foi superior a 3,68 que é a mediana das empresas da amostra com notas disponíveis na base da Bloomberg e que estão nas carteiras dos fundos. Optou-se por usar a mediana pois somente um terço das empresas possuíam nota maior ou igual a 5, ponto médio da escala da Bloomberg.

No caso do indicador Emissões de GEE Escopo 1 usado como critério, considerou-se o título ou ativo como investimento alinhado à questão climática se a quantidade de emissões da empresa foi inferior a 5,35 mil tCO₂ que é a mediana das empresas da amostra com emissões de escopo 1 disponíveis na base da Bloomberg e que estão nas carteiras dos fundos.

Usando os dois critérios juntamente com as alocações realizadas pelos fundos nos ativos e títulos dos FI's, capturados na plataforma Econômica, pode-se ponderar as notas e emissões das empresas com as alocações para se chegar a respectiva nota de divulgação e de emissões de cada fundo de investimento, assim como determinar a alocação percentual de cada fundo em investimentos alinhados à questão climática de acordo com os critérios estabelecidos.

Com as notas, emissões, e alocações de cada fundo se pode também analisar como os investimentos alinhados à questão climática contribuem para o desempenho dos fundos de investimento, com prazos de 36 e 60 meses findos em 30 de junho de 2025, por meio do seguinte modelo econométrico de regressão por mínimos quadrados ordinários, com variáveis coletadas da literatura acadêmica de fundos de investimento, e com a inclusão da variável AlocESG, que tem como propósito capturar a contribuição do investimento alinhado à questão climática ao desempenho do fundo:

$$\text{Prêmio}_i = \text{constante} + b1.AlocEsg + b2.beta + b3.txAdm + b4.idade + b5.dAcoes + b6.dMulti + b7.lnPL + b8.capLiq + b9.diasResg + \varepsilon_i$$

Onde, Prêmio_i é a diferença entre a taxa de retorno ao ano do fundo *i* e a taxa de retorno ao ano do CDI (Taxa DI) no prazo analisado (36 ou 60 meses findos em 30 de junho de 2025); beta é o risco sistemático calculado em relação ao IBOVESPA (representando a carteira de mercado) de acordo com o CAPM (Capital Asset Pricing Model) no prazo analisado; txAdm é a taxa de administração efetiva do fundo em junho de 2025; idade é o número de anos do fundo do seu início até 30 de junho de 2025; dAcoes é uma variável dummy com valor 1 se o fundo for de ações ou 0 caso contrário; dMulti é uma variável dummy com valor 1 se o fundo for multimercado ou 0 caso contrário; lnPL é o logaritmo natural do patrimônio líquido médio do fundo no prazo analisado e findo em 30 de junho de 2025; capLiq é a razão entre a captação líquida

no prazo analisado e o patrimônio líquido médio no período, e diasResg é o número de dias para resgate das cotas.

Os coeficientes da regressão têm suas estatísticas t e valores-p corrigidos para heterocedasticidade por Newey-West, e o modelo é verificado para multicolinearidade pelo teste VIF.

ii. Resultados Obtidos

Na amostra de 1.162 fundos de previdência, conforme estatística da tabela a seguir, merece destaque a fuga de patrimônio dos fundos de ações com direcionamento para os de renda fixa nos últimos 36 meses. Além disso, é perceptível a concentração do patrimônio líquido do setor de previdência na renda fixa, com PL médio de mais de R\$ 3,2 bilhões em junho de 2025, reflexo da busca dos investidores por liquidez com baixo risco, e aproveitar a elevação da taxa SELIC que foi de 9,25% para 15% ao ano do final de 2022 até junho de 2025. Se pode notar o crescimento da quantidade de fundos multimercados no setor, mas com PL médio inferior a 10% da categoria renda fixa.

Tabela 3. Estatísticas da amostra de FI's, em junho de 2025.

Categoria	Número de fundos	Média de taxa efetiva de administração (% a.a.)	Média de idade do fundo (anos)	Média de dias de resgate do fundo	Média de patrimônio líquido (R\$ milhões) em junho/25	Média de captação líquida em 36 meses (R\$ milhões)
Ações	120	0,63	6,21	7,83	77,0	-112,4
Multimercados	636	0,70	4,89	14,74	303,1	7,0
Renda Fixa	406	0,37	8,33	3,05	3.223,2	153,3
Total Geral	1.162	0,58	6,23	9,95	1.296,8	45,6

Fonte: Economática, com dados trabalhados pelos autores.

Dentro da amostra foram identificados títulos de renda fixa, como Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA) e debêntures, emitidos como sustentáveis ou ESG, que representam aproximadamente 0,10% do patrimônio líquido total de R\$ 1,5 trilhão dos FI's, como se pode constatar na tabela a seguir. Este percentual é muito pequeno, mostrando que há um grande caminho e oportunidades para serem explorados pelos participantes do setor.

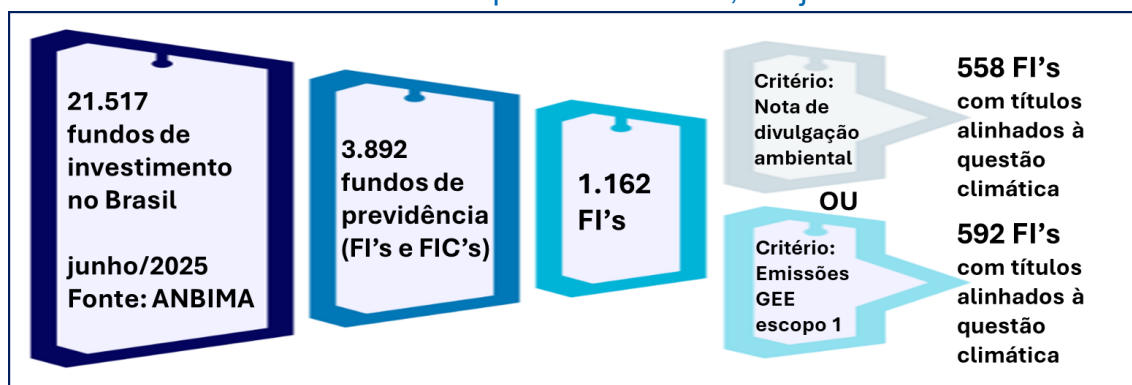
Tabela 4. Títulos sustentáveis nas carteiras da amostra, em junho de 2025.

Tipo	CRA (R\$ milhões)	Debênture (R\$ milhões)	Total Geral (R\$ milhões)	Participação no Total Geral
Ambiental		272,8	272,8	18,1%
SLB		129,7	129,7	8,6%
Social		29,1	29,1	1,9%
Social e Ambiental	156,7	920,8	1.077,5	71,4%
Total Geral	156,7	1.352,4	1.509,1	100,0%

Fonte: ESG WorkSpace e Bloomberg, dados trabalhados pelos autores.

A tabela a seguir apresenta os filtros aplicados para se chegar aos fundos de investimentos que possuem títulos alinhados à questão climática. Dos 1.162 FI's, foram obtidos 558 fundos que investem em títulos com relação ao clima usando o critério da nota de divulgação ambiental, e 592 fundos usando o critério das emissões de GEE escopo 1, sendo que 499 fundos são comuns aos grupos definidos pelos dois critérios já mencionados.

Figura 1. Filtro de fundos de previdência aberta para chegar àqueles com ativos e títulos alinhados a questão climática, em junho de 2025.



Fonte: Economática com dados trabalhados pelos autores.

Aplicando a metodologia na amostra de 1.162 FI's, e usando os dois diferentes critérios para definir os títulos e ativos das carteiras dos fundos como investimentos alinhados à questão climática (IAQC), conclui-se a partir das tabelas a seguir, **que em média a alocação em IAQC pelos fundos é algo entre 12,55% e 10,52% do patrimônio líquido (PL) de um FI. Para fundos de ações a alocação em IAQC está entre 32,36% e 24,92% dependendo do critério (nota de divulgação ou emissões de escopo 1).** Por haver uma concentração muito grande em títulos tradicionais do governo, as alocações de multimercados e renda fixa ficaram abaixo dos 10% e 5%

do PL dos fundos, respectivamente. Por adotar como premissa 0% de ponderação para os títulos tradicionais do governo, no estudo não há fundo 100% alinhado à questão climática ou ESG, pois os gestores mantêm algum dinheiro em caixa (usualmente investido em títulos do governo) na carteira para atender resgates e aportes.

Tabela 5. Estatísticas do percentual alocado em investimentos alinhados à questão climática nos FI's usando o critério de nota de divulgação ambiental, em junho de 2025.

Alocação (%) de investimentos alinhados à questão climática em relação ao PL, pelo Critério de Nota de Divulgação Ambiental						
Categoria	Número de fundos	Média	Mediana	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
Ações	116	32,36	33,03	13,40	62,02	3,91
Multimercados	298	8,75	5,42	9,45	61,82	0,0005
Renda Fixa	144	4,45	2,76	4,40	27,26	0,12
Total Geral	558	12,55	6,46	14,01	62,02	0,0005

Fonte: Economática, Bloomberg e dados trabalhados pelos autores.

Tabela 6. Estatísticas do percentual alocado em investimentos alinhados à questão climática nos FI's usando o critério as emissões de GEE escopo 1, em junho de 2025.

Alocação (%) de investimentos alinhados à questão climática em relação ao PL, pelo Critério de Emissões de GEE Escopo 1						
Categoria	Número de fundos	Média	Mediana	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
Ações	119	24,92	23,12	10,08	57,65	1,72
Multimercados	322	7,75	5,10	8,06	40,08	0,002
Renda Fixa	151	5,10	3,97	4,17	19,49	0,14
Total Geral	592	10,52	6,20	10,65	57,65	0,002

Fonte: Economática, Bloomberg e dados trabalhados pelos autores.

A tabela a seguir mostra que a média geral da nota de divulgação ambiental dos FI's foi somente de 0,53, que é muito pequena considerando a escala de 0 a 10 da Bloomberg, não somente pelo alto volume de títulos do governo, mas também por nem todos títulos e empresas terem avaliação, mesmo em caso de serem listadas em bolsa. As melhores notas dos FI's foram próximas a 5, que é o ponto médio da escala. Os dados mostram que há muito trabalho a ser feito pelas empresas para aumentar e melhorar a divulgação da dimensão ambiental para o mercado e sistema financeiro.

Tabela 7. Estatísticas das notas de divulgação ambiental dos FI's da amostra, em junho de 2025.

Nota de Divulgação Ambiental dos Fundos de Investimento						
Categoria	Número de fundos	Média	Mediana	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
Ações	116	2,60	2,67	0,78	5,04	1,00
Multimercados	298	0,38	0,49	0,66	5,02	0,00003
Renda Fixa	144	0,17	0,34	0,28	1,76	0,01
Total Geral	558	0,53	0,58	0,91	5,04	0,00003

Fonte: Economática, Bloomberg e dados trabalhados pelos autores.

Adiante a tabela apresenta a média geral das emissões de GEE escopo 1 dos FI's, que foi puxada para cima principalmente pelo setor Petróleo gás e biocombustíveis, conforme *Tabela 9*. Isso ocorre principalmente pela relevância que os títulos da Petrobras possuem no mercado de capitais brasileiro. As tabelas seguintes indicam que ainda é necessário um grande esforço para descarbonizar as carteiras e empresas investidas.

Tabela 8. Estatísticas das emissões de GEE escopo 1 dos FI's da amostra, em junho de 2025.

Emissões de GEE Escopo 1 (mil tCO ₂) dos Fundos de Investimento						
Categoria	Número de fundos	Média	Mediana	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
Ações	119	1.931,59	174,69	2.239,06	6.931,57	0,14
Multimercados	322	414,78	2,08	1.042,56	7.244,53	0,0004
Renda Fixa	151	18,65	1,56	205,10	2.530,55	0,0001
Total Geral	592	618,64	2,56	1.438,97	7.244,53	0,0001

Fonte: Economática, Bloomberg e dados trabalhados pelos autores.

Na *Tabela 9* é apresentada a agregação setorial dos ativos das carteiras dos fundos, bem como a alocação em investimentos alinhados à questão climática (IAQC) conforme os 2 critérios usados, nota de divulgação e emissões escopo 1, todos valores foram ponderados pelo patrimônio líquido. O setor financeiro tem participação de 4,69% do total da amostra, ficando atrás dos títulos do governo. O setor de materiais básicos possui a 2ª maior nota de divulgação e a maior alocação em investimentos alinhados à questão climática, principalmente pela presença das empresas de papel e celulose. Enquanto o setor de saúde ficou com a melhor nota geral de divulgação ambiental. Nota-se uma grande discrepância entre as notas de

divulgação e emissões dos setores, indicando que há muito trabalho de coordenação e regulação na economia brasileira para transparência de investimentos sustentáveis.

Tabela 9. Dados dos ativos das carteiras dos fundos agregados setorialmente como alocação em investimentos alinhados à questão climática (IAQC) conforme os 2 critérios usados, nota de divulgação e emissões escopo 1, ponderados pelo PL, em junho de 2025.

Setores	Patrimônio Líquido - PL (R\$ bilhões)	Participação do PL sobre Total Geral	Participação % do PL em IAQC (critério nota divulgação) sobre PL do Setor	Participação % do PL em IAQC (critério de missões) sobre PL do Setor	Nota divulgação ambiental (escala 0 a 10)	Emissões em mil tCO2
Bens industriais	1,4	0,09%	69,64	26,43	4,87	24,36
Comunicações	1,1	0,07%	54,69	9,49	2,76	0,48
Consumo cíclico	2,7	0,18%	27,40	18,91	3,58	18,54
Consumo não cíclico	0,8	0,05%	55,53	45,62	3,85	14,35
Financeiro	70,5	4,69%	19,98	13,21	2,93	16,45
Materiais básicos	2,4	0,16%	82,51	37,27	4,93	5,45
Petróleo gás e biocombustíveis	2,7	0,18%	51,88	39,38	4,21	19028,24
Saúde	2,3	0,15%	69,64	2,35	5,02	44,11
Tecnologia da informação	0,1	0,01%	62,32	54,63	4,26	3,49
Utilidade pública	6,3	0,42%	46,94	46,63	3,45	9,66
Subtotal setores	90,3	6,01%	1,82	1,15	3,17	589,76
Outros valores	250,3	16,68%	0,00	0,00	0,01	0,04
Títulos do governo	1.160,6	77,31%	0,00	0,00	0,00	0,00
Total Geral	1.501,2	100,00%	1,82	1,15	0,21	38,89

Fonte: Economática, Bloomberg e dados trabalhados pelos autores.

A tabela a seguir mostra os dados em junho de 2025, de quantidade de fundos e patrimônio líquido dos fundos da amostra do estudo das 10 maiores empresas gestoras de FI's de previdência, de um total de 194 gestoras.

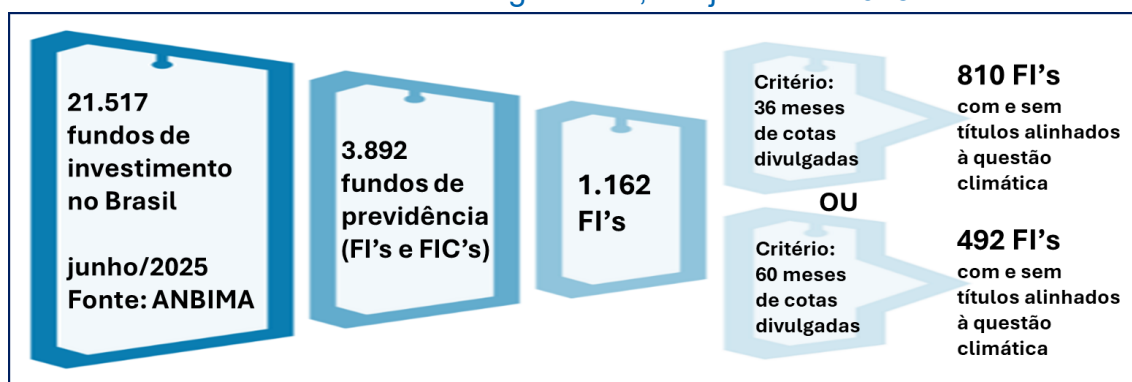
Tabela 10. Patrimônio líquido e número de fundos das 10 maiores empresas gestoras de FI's de previdência da amostra final do estudo, em junho de 2025.

10 maiores empresas gestoras da amostra por PL	Número de fundos na amostra	Patrimônio Líquido - PL (R\$ bilhões)	Participação do PL no Total Geral
Gestora 1	43	400,1	26,7%
Gestora 2	58	292,4	19,5%
Gestora 3	128	249,2	16,6%
Gestora 4	18	180,3	12,0%
Gestora 5	57	99,5	6,6%
Gestora 6	13	30,2	2,0%
Gestora 7	31	22,5	1,5%
Gestora 8	85	22,4	1,5%
Gestora 9	39	22,2	1,5%
Gestora 10	60	18,5	1,2%
Subtotal 10 maiores	532	1.337,2	89,1%
Total geral das 194 gestoras	1.162	1.501,2	100,0%

Fonte: Economática, Bloomberg e dados trabalhados pelos autores.

Em seguida foi realizada uma avaliação da rentabilidade e risco dos FI's usando os dois critérios de classificação dos investimentos dos fundos em alinhados à questão climática, para isso foram escolhidos períodos de 36 e 60 meses, representando médio e longo prazos, e novos filtros (ver *Figura 2* a seguir) foram aplicados para se chegar a amostra de FI's, pois nem todos fundos da amostra de 1.162 possuíam dados de cotas nos horizontes de tempo selecionados, e findos em junho de 2025.

Figura 2. Filtro de fundos de previdência aberta com 36 ou 60 meses de cotas para executar as regressões, em junho de 2025.



Fonte: Economática com dados trabalhados pelos autores.

Para se capturar o efeito do investimento alinhado à questão climática nas carteiras dos fundos de previdência aberta, a amostra precisa conter FI's que possuam ou não ativos e títulos que estejam alinhados à questão.

Nas duas tabelas seguintes, que consideram o período de 36 meses de desempenho, se pode notar que são maiores as médias das taxas de retorno dos fundos que se enquadram no critério de investimento alinhado à questão climática em comparação com os que não se enquadram. E com exceção aos fundos multimercados, os demais fundos que se enquadram no critério de investimento alinhado à questão climática apresentaram volatilidade menor que os demais.

Tabela 11. Médias de taxa de retorno e risco (volatilidade) das categorias de fundos da amostra, de acordo com as notas de divulgação ambiental, data final de referência foi 30 de junho de 2025.

Categoria - amostra de 810 (424 + 386) fundos com 36 meses de cotas	Critério de investimento alinhado à questão climática (IAQC): Nota de Divulgação Ambiental					
	Fundos que NÃO se enquadram no critério			Fundos que se enquadram no critério		
	Número de fundos	Média de taxa de retorno do fundo ao ano (prazo 36 meses)	Média de volatilidade do fundo ao ano (prazo 36 meses)	Número de fundos	Média de taxa de retorno do fundo ao ano (prazo 36 meses)	Média de volatilidade do fundo ao ano (prazo 36 meses)
Ações	3	5,46	20,99	93	10,74	18,68
Multimercados	219	10,23	4,63	204	10,68	6,85
Renda Fixa	202	10,24	2,61	89	12,62	0,57
Total Geral	424	10,20	3,79	386	11,14	8,25

Fonte: Economática e dados trabalhados pelos autores.

Tabela 12. Médias de taxa de retorno e risco (volatilidade) das categorias de fundos da amostra, de acordo com as emissões de escopo 1, data final de referência foi 30 de junho de 2025.

Categoria - amostra de 810 (347 + 463) fundos com 36 meses de cotas	Critério de investimento alinhado à questão climática (IAQC): Emissões de Gases de Efeito Estufa Escopo 1					
	Fundos que NÃO se enquadram no critério			Fundos que se enquadram no critério		
	Número de fundos	Média de taxa de retorno do fundo ao ano (prazo 36 meses)	Média de volatilidade do fundo ao ano (prazo 36 meses)	Número de fundos	Média de taxa de retorno do fundo ao ano (prazo 36 meses)	Média de volatilidade do fundo ao ano (prazo 36 meses)
Ações	1	9,68	18,48	95	10,59	18,76
Multimercados	180	10,06	4,95	243	10,74	6,26
Renda Fixa	166	9,96	2,89	125	12,30	0,79
Total Geral	347	10,01	4,00	463	11,13	7,35

Fonte: Economática e dados trabalhados pelos autores.

No que tange ao desempenho de 60 meses dos 492 FI's com dados de cotas, os dois critérios empregados geraram grupos iguais de fundos que contém ativos que se enquadram ou não como alinhados à questão climática. Sendo 231 fundos que não se enquadram com retorno médio de 7,89% ao ano e média de volatilidade de 4,23% ao ano, enquanto os 261 fundos que se enquadram obtiveram retorno médio de 8,12% ao ano e média de volatilidade de 6,99% ao ano. A relação risco-retorno do período de 60 meses foi similar ao do período de 36 meses, mas por incorporar parte do tempo da pandemia de COVID-19, os retornos anualizados em 60 meses foram inferiores aos calculados e anualizados no prazo de 36 meses.

Para identificar se investimentos alinhados à questão climática (IAQC) influenciam o desempenho dos fundos de previdência, foram realizadas regressões por mínimos quadrados ordinários com taxas de retorno e risco (medido pelo beta do CAPM) com prazos de 36 e 60 meses findos em 30 de junho de 2025, e considerando de 3 maneiras diferentes o indicador de IAQC: (1) as alocações percentuais obtidas pelo critério de nota de divulgação ambiental; (2) pelas alocações percentuais pelo critério emissões escopo 1, e (3) pelas notas de divulgação ambiental de cada fundo. A variável dependente é o prêmio de retorno calculado pela diferença entre a taxa de retorno ao ano de cada fundo e a taxa de retorno ao ano do CDI (Taxa DI) no prazo analisado (36 ou 60 meses). Os resultados são apresentados na tabela a seguir.

Tabela 13. Regressões lineares dos prêmios de retorno dos fundos, data final de referência foi 30 de junho de 2025.

Variáveis Independentes	Variável dependente: Prêmio de Retorno = Retorno Fundo no período - Retorno CDI no período					
	Variável alocaESG é a alocação em ativos de acordo com nota divulgação ambiental		Variável alocaESG é a alocação em ativos de acordo com emissões GEE escopo 1		Variável alocaESG é a nota de divulgação ambiental do fundo de investimento	
	36 meses	60 meses	36 meses	60 meses	36 meses	60 meses
alocEsg	0,0638*** (0,0217)	0,0960*** (0,0270)	0,1123*** (0,0236)	0,0614** (0,0307)	1,4991*** (0,3150)	1,5077*** (0,3497)
beta	-2,1149* (1,2664)	-6,7238*** (1,5688)	-2,8696*** (1,0302)	-5,8558*** (1,7128)	-3,4300** (1,3483)	-7,5788*** (1,5364)
txAdm	-0,6244*** (0,2321)	-0,7537*** (0,2129)	-0,7460*** (0,2313)	-0,8036*** (0,1897)	-0,6532*** (0,2368)	-0,8205*** (0,1971)
idade	-0,0357** (0,0179)	-0,0198 (0,0172)	-0,0148 (0,0180)	-0,0064 (0,0207)	-0,0320* (0,0182)	-0,0113 (0,0184)
dAcoes	0,6999 (0,8478)	0,3325 (1,4764)	1,1112 (0,8330)	1,7660 (1,3767)	0,3232 (0,7855)	0,4272 (1,4267)
dMulti	0,2733 (0,2607)	0,4442* (0,2477)	0,4984** (0,2344)	0,5617** (0,2709)	0,3223 (0,2605)	0,5488** (0,2472)
lnPL	0,2309*** (0,0447)	0,1960*** (0,0582)	0,2465*** (0,0485)	0,2078*** (0,0572)	0,2150*** (0,0410)	0,1840*** (0,0593)
capLiq	0,3439** (0,1416)	0,0630 (0,0517)	0,3231** (0,1254)	0,0587 (0,0480)	0,3541** (0,1457)	0,0692 (0,0476)
diasResg	-0,0035 (0,0065)	-0,0243 (0,0180)	-0,0055 (0,0059)	-0,0288* (0,0167)	-0,0035 (0,0063)	-0,0280* (0,0162)
constante	-5,2295*** (0,9460)	-3,8161*** (1,1869)	-5,7701*** (1,0307)	-4,2144*** (1,1985)	-5,0086*** (0,8630)	-3,6934*** (1,1942)
Observações	810	492	810	492	810	492
R2	0,1121	0,3513	0,1307	0,3086	0,1489	0,3625
R2 Ajustado	0,1021	0,3392	0,1209	0,2957	0,1394	0,3506
Estatística F	11,2178***	28,9985***	13,3621***	23,9056***	15,5547***	30,4567***
Notação:	*p<0,10	**p<0,05	***p<0,01			

Fonte: Economática, Bloomberg e dados trabalhados pelos autores.

Na tabela anterior se pode ver que os modelos de 36 meses tiveram 810 fundos na amostra, enquanto os modelos de 60 meses tiveram 492 fundos, pois nem todos os fundos da amostra geral de 1.162 tinham 36 meses de vida.

Os resultados mostram que os coeficientes da variável alocaESG são positivos e significativos ao nível de 1%, isso indica que quanto maior for a alocação em investimentos alinhados à questão climática ou maior for a nota de divulgação ambiental, maior o impacto positivo no desempenho do fundo.

A taxa de administração foi negativa e significativa, ou seja, quanto maior a taxa menor o ganho do investidor. Quanto maior o tamanho do fundo, medido pelo patrimônio líquido, maior o retorno para o investidor. No entanto, quanto maior o risco (mensurado

pelo beta) menor o retorno do fundo, isso veio da época de altas taxas SELIC e IBOVESPA tendo comportamento errático e de baixa rentabilidade. Há indícios, mas não para todos os modelos, que os fundos multimercados tiveram retornos acima da renda fixa.

Os coeficientes da regressão tiveram suas estatísticas t e valores-p corrigidos para heterocedasticidade por Newey-West, e o modelo é testado pelo método VIF, que resultou em todas as variáveis independentes apresentando valores inferiores a 5 que indica que não há multicolinearidade.

Os resultados mostram que a alocação dos fundos de previdência complementar aberta em ativos alinhados à questão climática e com viés climático corresponde, em média, a entre 10% e 12% do patrimônio líquido dos fundos, dependendo do critério utilizado (nota de divulgação ambiental ou emissões de GEE Escopo 1). Essa participação é maior nos fundos de ações e menor nos de renda fixa e multimercado, cuja composição é fortemente concentrada em títulos públicos. A proporção menor nos fundos de renda fixa e multimercados, que dominam o setor previdenciário em volume de recursos, é reflexo da elevada participação de títulos públicos tradicionais e da escassez de instrumentos de renda fixa rotulados como verdes ou sustentáveis.

As notas médias de divulgação ambiental das empresas investidas são bastante reduzidas, situando-se em torno de 0,5 na escala de 0 a 10 da Bloomberg, o que evidencia limitações na transparência corporativa e na disponibilidade de dados ambientais robustos para avaliação dos investidores.

A análise econométrica, contudo, sugere um resultado promissor: fundos com maior alocação em ativos alinhados à questão climática apresentaram desempenho financeiro superior, com retornos ajustados ao risco estatisticamente significativos e volatilidade menor em alguns segmentos. Esses achados indicam que ampliar a integração de critérios ambientais nas decisões de investimento dos fundos de previdência aberta não apenas reforça o papel do setor no financiamento climático, como também pode contribuir positivamente para a eficiência de suas carteiras no longo prazo.

5. Percepções dos Desafios do Investimento Climático

Esta seção apresenta os resultados da etapa qualitativa da pesquisa, baseada em entrevistas em profundidade com representantes de seguradoras, gestoras de ativos, *holdings* internacionais e instituições financeiras que atuam na integração de critérios ESG em suas estratégias de investimento. O objetivo foi compreender, a partir da perspectiva desses atores, quais fatores limitam ou condicionam a alocação de recursos em ativos voltados à descarbonização da economia.

A análise das entrevistas segue os princípios da metodologia de análise de conteúdo, permitindo identificar padrões, convergências e divergências nos discursos e organizar as barreiras relatadas em categorias temáticas (*clusters*) que refletem os principais desafios enfrentados pelo setor financeiro para expandir o investimento climático no Brasil.

i. Metodologia: o que é análise de conteúdo e sua importância para estudos qualitativos baseados em entrevistas

A análise de conteúdo é um método de investigação qualitativa utilizado para interpretar de forma sistemática e objetiva os significados presentes em comunicações verbais, escritas ou visuais. Em pesquisas baseadas em entrevistas, trata-se de uma técnica que permite transformar falas individuais em informações comparáveis e estruturadas, revelando padrões, tendências e categorias de sentido que não seriam facilmente perceptíveis em uma leitura superficial dos dados.

A análise de conteúdo consiste em um conjunto de técnicas que visa produzir inferências válidas e replicáveis a partir de um conjunto de informações, sempre dentro de um contexto específico de pesquisa. A lógica central é reduzir a complexidade dos discursos em unidades analíticas (códigos e categorias) sem perder a riqueza do conteúdo original.

No contexto de entrevistas em profundidade com atores do mercado financeiro, a análise de conteúdo é particularmente relevante porque:

- Permite identificar temas recorrentes e divergências entre entrevistados, transformando percepções individuais em tendências coletivas.
- Garante maior rigor científico, ao adotar procedimentos sistemáticos de codificação e categorização, reduzindo a subjetividade do pesquisador.
- Favorece comparações entre grupos ou perfis de atores, permitindo entender como diferentes instituições (gestoras, seguradoras, reguladores, investidores)

percebem barreiras e oportunidades em torno de temas como investimentos sustentáveis.

- Aproxima teoria e prática, já que os códigos podem ser organizados em *clusters* conceituais mais abstratos, dialogando com conceitos da literatura acadêmica, como regulação, governança ou percepção de risco.
- Contribui para a formulação de recomendações práticas, uma vez que evidencia onde estão os principais gargalos, contradições ou pontos de convergência entre os agentes entrevistados.

A análise de conteúdo é uma ferramenta que vai além da descrição dos discursos, pois permite compreender significados, revelar tensões e mapear consensos e divergências. Ao aplicar essa técnica em entrevistas com representantes do setor financeiro, buscou-se criar uma ponte entre as experiências concretas de mercado e a produção de conhecimento por meio da sistematização dessas experiências, fortalecendo a utilidade prática dos achados.

A pesquisa foi composta por sete entrevistas em profundidade realizadas com diferentes atores do setor financeiro brasileiro, todos com experiência direta na gestão de carteiras, desenvolvimento de produtos financeiros ou integração da agenda ESG em suas instituições. Foram entrevistados gestores de seguradoras, *assets*, *holdings* internacionais e fundos especializados. As entrevistas foram transcritas, anonimizadas e analisadas.

A diversidade de entrevistados permitiu contrastar visões institucionais (seguradora, *asset*, *holding* internacional, banco de grande porte) e mapear diferentes camadas de dificuldades para alocação de recursos em ativos de descarbonização.

O detalhamento metodológico encontra-se no Apêndice I.

ii. Resumo das entrevistas: dificuldades na alocação em ativos de descarbonização

A análise das entrevistas com sete participantes do mercado financeiro permitiu mapear um conjunto de dificuldades que limitam a alocação de recursos em ativos alinhados à descarbonização da economia. Apesar da diversidade de perfis, há pontos de convergência, ênfases distintas e divergências que ajudam a compreender a complexidade do tema no Brasil.

Convergências: desafios compartilhados

A convergência mais marcante entre os entrevistados é a escassez de ativos sustentáveis consistentes. A oferta é considerada insuficiente para atender à demanda crescente, tanto em volume quanto em qualidade. Vários entrevistados relataram que fundos foram fechados ou não conseguiram crescer por falta de ativos rotulados, o

que gera concentração de risco e sobreposição de carteiras. Outro problema mencionado é que muitas vezes os ativos sustentáveis ofertados têm “ticket baixo”, ou seja, valor baixo de alocação, o que é insuficiente diante dos grandes volumes de recursos que o gestor de ativos precisa alocar. Essas limitações abrem espaço para o risco de oportunismo e *greenwashing*, produtos que se apresentam como verdes ou sustentáveis, mas que não resistem a uma análise mais criteriosa. Um dos entrevistados mencionou que, em auditorias independentes, cerca de 80% dos fundos avaliados não atendiam aos critérios alegados.

Outro ponto de consenso é a dificuldade de conciliar sustentabilidade com liquidez e rentabilidade de curto prazo. Os ativos sustentáveis muitas vezes são menos líquidos, e os investidores de previdência e varejo continuam orientados pelo desempenho diário da cota, o que restringe o espaço para estratégias de longo prazo necessárias à agenda climática. A isso se soma o perfil conservador dos clientes dos fundos de previdência aberta, que buscam segurança e retornos estáveis e de curto-prazo, tornando-os avessos a produtos inovadores ou menos conhecidos.

Há também um reconhecimento generalizado de que a regulação ainda está em transição. Embora avanços como o selo IS da ANBIMA e novas normas da SUSEP sejam mencionados, persiste falta de clareza e padronização. Os entrevistados concordam que taxonomias e métricas comuns são fundamentais para evitar arbitrariedades e combater o *greenwashing*, mas ainda não estão consolidadas no Brasil.

Por fim, todos reconhecem a importância do papel do Estado. Seja por meio de emissões soberanas sustentáveis, que criariam *benchmarks* de precificação, seja por incentivos fiscais semelhantes às debêntures de infraestrutura ou pela definição de regras claras, os entrevistados entendem que a liderança pública é indispensável para ajudar a destravar o mercado. Ainda assim, há divergências sobre o peso que cabe ao Estado *versus* ao setor privado.

O quadro a seguir resume as principais convergências:

Quadro 1. Principais convergências encontradas nas entrevistas

Dimensão de Convergência	Descrição Sintética
Escassez e qualidade dos ativos sustentáveis	Oferta de produtos considerados sustentáveis é limitada em volume e consistência, gerando concentração de risco e dificuldade de alocação.
Liquidez e horizonte de investimento	Investidores seguem orientados a retornos de curto prazo, foco no desempenho diário da cota.
Regulação e padronização em transição	Falta de clareza e uniformidade regulatória, apesar de avanços recentes.

Dimensão de Convergência

Descrição Sintética

Papel do Estado

Expectativa de maior atuação pública na criação de condições de mercado e sinalização de preços.

Fonte: elaboração própria

Ênfases diferenciadas

Apesar das convergências, cada entrevistado enfatizou barreiras distintas, refletindo seu ponto de vista institucional.

Alguns entrevistados destacaram a limitação de ativos compatíveis com seus perfis conservadores e a necessidade de pressão de investidores institucionais (“donos do dinheiro”) para pautar a agenda. Para eles, a inovação em investimentos sustentáveis só avança se houver demanda clara.

Um entrevistado enfatizou os limites internos: equipes reduzidas, falta de recursos humanos e resistência organizacional para investir em metodologias e processos ESG. Seu olhar recai mais sobre a capacidade das instituições em desenvolver governança robusta do que sobre o mercado externo.

Um entrevistado deu muita ênfase à necessidade de auditorias e *second opinions*, por considerar o risco reputacional ainda maior do que o financeiro. Também destacou os custos elevados do monitoramento pós-investimento, apontando que a integração ESG requer estruturas sofisticadas que nem todos estão dispostos a arcar.

Alguns reforçaram a importância de sistemas de governança interna, relatando, por exemplo, que possuem poder de veto ESG em investimentos em crédito privado. Destacaram ainda dois pontos pouco enfatizados pelos demais: a educação do investidor, considerada “a primeira dor” no Brasil; e a falta de transparência dos emissores após a emissão de títulos verdes, que mina a credibilidade do mercado.

Por sua vez, um entrevistado trouxe uma perspectiva crítica e sistêmica. Para ele, o maior entrave é a ausência de precificação do valor ESG. Empresas e investidores não reconhecem financeiramente práticas sustentáveis, o que desincentiva todos os agentes da cadeia. Criticou o interesse passageiro em ESG durante o boom de 2020–2021, que revelou motivações meramente comerciais. Mostrou ceticismo quanto ao papel do regulador no Brasil, mas destacou três potenciais motores de mudança: choques financeiros, renovação geracional e, sobretudo, o uso de capital catalítico e instrumentos de *first loss* para destravar capital convencional. Também enfatizou o papel dos fundos de pensão como alocadores de escala capazes de transformar o mercado.

Quadro 2. Diferentes ênfases dadas pelos entrevistados.

Dimensão	Descrição Sintética
Compatibilidade entre perfil de risco e oferta de ativos	Dificuldade de conciliar mandatos conservadores com a oferta atual de ativos sustentáveis.
Capacidades institucionais internas	Limites operacionais e organizacionais para implementar práticas ESG, tais como equipes reduzidas e resistência interna ao investimento em metodologias e processos de integração ESG.
Risco reputacional e custo de monitoramento	Preocupação com conformidade e credibilidade das práticas ESG. Ênfase na importância de auditorias e <i>second opinions</i> ; custos elevados de monitoramento pós-investimento; necessidade de estruturas mais sofisticadas de diligência
Governança e transparência	Reforço de mecanismos internos de controle e desafios de transparência externa. Poder de veto ESG em operações de crédito privado; lacunas na transparência pós-emissão de títulos verdes; relevância da educação do investidor como “primeira dor” no país.
Ausência de precificação do valor ESG	Falta de reconhecimento financeiro das práticas sustentáveis e inércia dos agentes de mercado.

Fonte: elaboração própria

Divergências

As principais divergências residem em onde cada entrevistado enxerga a barreira central.

- Para alguns, a dificuldade maior está na oferta de ativos e no conservadorismo do mercado, incluindo aí o “baixo ticket” de ofertas sustentáveis, em particular no investimento direto (FIPs, por exemplo).
- Para outros, no perfil conservador do cliente final e baixa demanda.
- Para outro, no déficit de capacidades internas.
- Para outro, no *greenwashing* e na necessidade de auditorias.
- Para outro, na educação do investidor e transparência pós-emissão.
- Para o outro, na ausência de precificação do valor ESG e na inércia dos *gatekeepers*, gestores de recursos profissionais com perfil bastante conservador e que não aderem a inovações em alocação de recursos.

Também houve nuances sobre o papel do Estado: enquanto alguns defendem mais emissões soberanas, outros ressaltam taxonomia e métricas, e um enfatiza que o setor privado deveria liderar essa agenda.

A análise das entrevistas revelou quatro grandes *clusters* de dificuldades que limitam a alocação de recursos em ativos voltados à descarbonização da economia.

O primeiro *cluster* diz respeito à **relativa escassez e qualidade dos ativos sustentáveis**. Todos os entrevistados apontaram a oferta insuficiente de produtos consistentes, o que gera concentração de risco, reduz liquidez ou é insuficiente para a alocação do portfólio do gestor (baixo ticket) e abre espaço para oportunismo e *greenwashing*. Alguns relataram inclusive o fechamento de fundos por falta de ativos elegíveis ou ter que complementar a carteira com títulos soberanos para assegurar a alocação total do fundo. Nesse sentido, é importante diferenciar as gestoras que integram grupos financeiros maiores, que incluem bancos de investimento, das gestoras independentes. Nos grandes conglomerados, há sinergias decorrentes da integração vertical: a área de banco de investimento tem capacidade de originar operações rotuladas como sustentáveis, que podem ser posteriormente incorporadas ao portfólio das gestoras do grupo. Já as casas independentes enfrentam maior dificuldade de acesso a ativos sustentáveis e verdes, o que reforça a percepção de escassez desses ativos no mercado brasileiro.

O segundo *cluster* é a **regulação e padronização em transição**. Embora avanços como o selo IS da ANBIMA e normas da SUSEP sejam reconhecidos, persiste falta de clareza, padronização e transparência, especialmente no reporte pós-emissão de títulos verdes. A ausência de uma taxonomia consolidada fragiliza a confiança do investidor.

O terceiro *cluster* está relacionado ao **perfil e cultura dos investidores**. Clientes de previdência e seguradoras permanecem conservadores, avessos a risco e focados em retornos de curto prazo. No varejo, mesmo quando há interesse em fundos ESG, a volatilidade provoca resgates rápidos. A baixa educação financeira é vista como barreira estrutural para ampliar a adesão.

O quarto *cluster* envolve as **capacidades organizacionais internas**. Várias instituições relatam equipes pequenas, metodologias pouco consolidadas e resistência em destinar recursos para governança ESG. Em contraste, algumas gestoras têm estruturas robustas, com poder de veto em crédito, mas enfrentam custos altos de monitoramento.

Por fim, há um quinto *cluster* mas que deve ser entendido como uma **oportunidade estrutural: o papel do Estado e das condições de mercado**. Os entrevistados convergem em que emissões soberanas sustentáveis (nem todos, mas a maioria concorda com esse ponto), taxonomias claras e instrumentos catalíticos como *blended finance* poderiam criar *benchmarks*, reduzir riscos e impulsionar a escala dos investimentos. Aqui, o déficit atual é também a principal agenda de transformação. Em conjunto, os *clusters* mostram que os entraves são múltiplos (estruturais, culturais e institucionais) e demandam ação coordenada para ampliar a escala de investimentos em descarbonização.

O quadro a seguir resume as divergências quanto à barreira central identificadas nas entrevistas:

Quadro 3. Principais clusters de divergências identificadas quanto ao que consiste na barreira central (mas todas são vistas como barreiras).

Cluster	Barreira central	Implicações
1. Escassez e qualidade dos ativos sustentáveis	Oferta limitada e heterogênea de produtos sustentáveis	O mercado brasileiro ainda carece de pipeline robusto de ativos verdes. Conglomerados financeiros têm vantagem competitiva (integração vertical), enquanto gestoras independentes enfrentam restrições de acesso, o que reforça assimetrias e limita expansão da oferta.
2. Regulação e padronização em transição	Falta de clareza e uniformidade regulatória	A ausência de marcos regulatórios consolidados gera incerteza e dificulta a formação de confiança, limitando a escalabilidade do mercado.
3. Perfil e cultura dos investidores	Conservadorismo e foco de curto prazo	A demanda por produtos sustentáveis ainda é restrita, e a mudança cultural dependerá de incentivos, educação financeira e prova de performance consistente dos produtos ESG.
4. Capacidades organizacionais internas	Estruturas e governança ESG incipientes	A heterogeneidade institucional mostra que o avanço depende de capacidades internas e da incorporação da agenda ESG à governança estratégica, não apenas à compliance.
5. Papel do Estado e condições de mercado	Ausência de instrumentos catalíticos e benchmarks públicos	O Estado é visto como ator indutor essencial para criar referências, alavancar investimentos privados e estruturar condições de mercado que reduzam barreiras sistêmicas.

Fonte: elaboração própria

A análise evidencia que a alocação dos fundos de previdência aberta em ativos sustentáveis e com viés climático ainda é incipiente e marcada por restrições estruturais do mercado brasileiro. As entrevistas apontam que a principal barreira está na combinação entre escassez e baixa qualidade dos ativos disponíveis, aliada a um ambiente regulatório em transição e a um perfil de investidor predominantemente conservador. Mesmo diante de crescente interesse pela agenda climática, a oferta limitada de instrumentos elegíveis, a ausência de padrões consolidados de relato e a percepção de risco elevado reduzem o apetite por investimentos desse tipo e limitam a diversificação dos portfólios.

Do lado institucional, há uma heterogeneidade significativa: enquanto grandes conglomerados financeiros, com bancos de investimento integrados, conseguem originar operações rotuladas e incorporá-las às carteiras de suas gestoras, casas independentes enfrentam maior dificuldade de acesso e custos operacionais mais altos. Soma-se a isso o déficit de capacidades internas e a resistência em destinar recursos à governança ESG, o que restringe a institucionalização da agenda. Por outro lado, os entrevistados convergem que instrumentos públicos, como emissões soberanas sustentáveis no mercado doméstico, taxonomias claras e mecanismos catalíticos de *blended finance*, poderiam funcionar como alavancas estruturais para reduzir riscos, criar benchmarks e ampliar a escala de investimentos climáticos no sistema de previdência aberta.

Conclusões

Esta pesquisa buscou compreender em que medida o mercado de previdência complementar aberta no Brasil reúne as condições regulatórias, financeiras e institucionais necessárias para incorporar critérios climáticos às suas políticas de investimento e contribuir para o financiamento da transição de baixo carbono.

Os resultados indicam que o país dispõe de uma base regulatória capaz de compatibilizar prudência atuarial e sustentabilidade. A atuação coordenada de CMN, CNSP, SUSEP, CVM e ANBIMA vem buscando fortalecer a governança e a transparência, criando as premissas para uma integração gradual dos riscos e oportunidades climáticas nas decisões de investimento.

Entretanto, a análise das carteiras e as entrevistas com agentes de mercado indicam que o avanço institucional ainda não se traduziu em escala de alocação. A concentração em títulos públicos, a oferta limitada de instrumentos rotulados e as incertezas metodológicas explicam a baixa exposição dos fundos a ativos climáticos. Mais do que falta de regulação, o desafio é de coordenação e amadurecimento de mercado.

Nesse sentido, o setor de previdência aberta parece atravessar uma fase de transição: a infraestrutura normativa está posta, mas a consolidação de práticas efetivas depende da evolução da padronização informacional, do desenvolvimento de instrumentos financeiros adequados e do fortalecimento das capacidades internas das gestoras e seguradoras.

O estudo aponta, portanto, que o potencial de contribuição da previdência aberta para o financiamento climático é real, mas ainda condicionado à superação de barreiras estruturais e culturais. O passo seguinte é consolidar as condições já criadas, como regulação, governança e transparência, em práticas de investimento de longo prazo que aproximem a poupança previdenciária dos objetivos da transição climática, quando pertinente.

Apêndice I - Detalhamento Metodológico

Entrevistas transcritas e analisadas

A pesquisa foi composta por sete entrevistas em profundidade realizadas com diferentes atores do setor financeiro brasileiro, todos com experiência direta na gestão de carteiras, desenvolvimento de produtos financeiros ou integração da agenda ESG em suas instituições. As entrevistas foram transcritas, anonimizadas e analisadas.

A diversidade de entrevistados permitiu contrastar visões institucionais (seguradora, *asset*, *holding* internacional, banco de grande porte) e mapear diferentes camadas de dificuldades para alocação de recursos em ativos de descarbonização.

O processo analítico adotado neste estudo seguiu os princípios da análise de conteúdo temática, estruturado em etapas que garantiram rigor metodológico e transparência interpretativa. A seguir, detalhamos como foi feita a passagem das entrevistas transcritas para a construção dos clusters de dificuldades.

- Preparação da pesquisa

As entrevistas transcritas com diferentes representantes do setor financeiro foram compiladas em um único corpo de análise. A questão orientadora definida foi:

“Quais as maiores dificuldades de alocar mais recursos do portfólio em ativos que contribuam para aliviar a crise climática ou estejam alinhados a uma estratégia de descarbonização da economia?”

Esse foco permitiu que a leitura fosse guiada para trechos do discurso diretamente relacionados ao problema de pesquisa.

- Codificação inicial

Realizou-se uma leitura exploratória e sistemática de cada entrevista, destacando segmentos de texto que expressavam barreiras, desafios ou dilemas ligados ao investimento sustentável.

- Cada trecho relevante foi sintetizado em um código: uma palavra ou expressão curta que captura a essência do fragmento (ex.: *oferta limitada de ativos*, *perfil conservador dos clientes*, *greenwashing*).
- Essa etapa gerou uma lista extensa de códigos iniciais, que serviram como primeira aproximação das percepções dos entrevistados.

- Refinamento e comparação entre entrevistas.

Os códigos iniciais foram comparados transversalmente entre os diferentes entrevistados. Essa etapa permitiu:

- Identificar convergências (códigos recorrentes em vários depoimentos, como *escassez de ativos* e *complexidade regulatória*).
- Reconhecer divergências (códigos exclusivos ou enfatizados por determinados perfis, como a crítica mais contundente ao *greenwashing* feita por um entrevistado).
- Preservar a singularidade de cada discurso, mantendo as citações literais como evidências empíricas.
- Formação dos *clusters* (códigos mais abstratos)

Na etapa seguinte, os códigos foram agrupados em *clusters*, ou seja, categorias mais amplas que sintetizam dimensões recorrentes das dificuldades relatadas. Esses *clusters* funcionam como categorias analíticas de nível superior, que articulam diferentes códigos específicos.

Exemplo:

- Códigos como *oferta limitada de ativos*, *demanda maior que oferta* e *risco de greenwashing* foram reunidos no cluster “Escassez e Qualidade dos Ativos Sustentáveis.”
- Validação e ancoragem em citações.

Cada *cluster* foi validado com base em citações literais dos entrevistados, assegurando a rastreabilidade entre a análise e as evidências empíricas. Isso garante transparência metodológica e permite ao leitor compreender como os resultados foram construídos a partir das falas originais.

Assim, a análise seguiu um fluxo do particular ao geral:

trechos das falas → códigos → comparação → clusters temáticos

Esse procedimento assegura rigor, comparabilidade entre os entrevistados e a possibilidade de revelar tanto padrões compartilhados quanto divergências significativas.



CAIXA

Seguridade

