PSEUDÔNIMO: PREVIDÊNCIA PLURAL

ALÉM DO RETORNO FINANCEIRO: TERMO DE REFERÊNCIA ASG E FICHA DE MATERIALIDADE NACIONAL PARA A DUPLA MATERIALIDADE NAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR NO BRASIL

Lições da América do Norte e da Europa

Tema 2: Investimentos e Critérios ASG (Ambiental, Social e Governança)
Subtema: A aplicação da dupla materialidade (impacto e financeiro) nos fatores ASG nas EFPC: desafios regulatórios e reputacionais

10º Prêmio PREVIC de Monografia
Brasília – DF, 2026

ALÉM DO RETORNO FINANCEIRO: TERMO DE REFERÊNCIA ASG E FICHA DE MATERIALIDADE NACIONAL PARA A DUPLA MATERIALIDADE NAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR NO BRASIL

Tema 2: Investimentos e Critérios ASG (Ambiental, Social e Governança). Subtema: A aplicação da dupla materialidade (impacto e financeiro) nos fatores ASG nas EFPC: desafios regulatórios e reputacionais.

RESUMO

A transição da materialidade financeira para a dupla materialidade, que soma aos riscos e oportunidades que fatores de sustentabilidade representam para o valor dos ativos (outside-in) os impactos que as próprias decisões de investimento geram sobre o meio ambiente e a sociedade (inside-out), é um dos movimentos mais disruptivos da gestão de investimentos institucional da última década. Este trabalho investiga como os maiores fundos de pensão da América do Norte e da Europa internalizaram essa transição em suas estruturas de governança e quais lições são aplicáveis às Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) brasileiras. Da análise comparativa de CPP Investments, CalPERS, Ontario Teachers' Pension Plan, ABP/APG, ATP e USS emergem cinco vetores convergentes: integração sistêmica dos fatores ASG à análise de risco-retorno; engajamento ativo (stewardship); métricas de dupla materialidade alinhadas ao CSRD/ESRS e ao ISSB; transparência ampliada; e segmentação proporcional das exigências por porte. À luz da Resolução CMN 5.202/2025 e da Resolução PREVIC 26/2025, propõe-se um framework de implementação da dupla materialidade calibrado para os segmentos S1 a S4 do sistema previdenciário fechado nacional, com ênfase nos desafios regulatórios e reputacionais do mercado brasileiro. Palavras-chave: Previdência Complementar Fechada; ASG; Dupla Materialidade; Governança de Investimentos; Sustentabilidade; EFPC.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO....4
2. REFERENCIAL TEÓRICO....5
2.1 A Evolução do Conceito ASG no Mercado de Capitais....5
2.2 Materialidade Financeira e Dupla Materialidade: Fundamentos e Distinções...6
2.3 O Papel dos Investidores Institucionais de Longo Prazo....7
3. EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL: GOVERNANÇA ASG NOS FUNDOS DE PENSÃO....7
3.1 América do Norte....8
3.2 Europa....10
3.3 Padrões Convergentes: Tabela Comparativa....12
4. O SISTEMA FECHADO DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR BRASILEIRO....13
4.1 Panorama do Setor....13
4.2 Marco Regulatório Vigente....15
4.3 O Estado Atual da Integração ASG nas EFPC....16
5. DESAFIOS REGULATÓRIOS E REPUTACIONAIS....17
5.1 Dever Fiduciário e Dupla Materialidade: tensão jurídica brasileira....17
5.2 Outros Desafios Regulatórios....18
5.3 Materialidade ASG por Segmento de Aplicação....19
5.4 Desafios Reputacionais....21
6. FRAMEWORK PROPOSTO: DUPLA MATERIALIDADE NAS EFPC....21
6.1 Pilares do Framework....21
6.2 Metodologia Aplicável a Ativos Diretos....23
6.3 Diretriz de Contratação de Prestadores de Serviços....27
6.4 Matriz de Implementação por Segmento S1–S4....30
6.5 Indicadores de Monitoramento Propostos....31
6.6 Exemplo de Aplicação: Simulação em Carteira Teórica....31
7. CONCLUSÃO E RECOMENDAÇÕES....35
REFERÊNCIAS....37
NOTAS DE RODAPÉ....40

1. INTRODUÇÃO

Os fundos de pensão ocupam uma posição singular no ecossistema financeiro global. Diferentemente de qualquer outro tipo de investidor institucional, eles carregam um mandato intrinsecamente intergeracional: a obrigação de honrar benefícios previdenciários que, no caso de planos de benefício definido, estendem-se por décadas à frente. Essa natureza de longo prazo não é meramente operacional; ela é ontológica. Implica que o valor de um portfólio de fundo de pensão não pode ser dissociado da qualidade do mundo no qual seus beneficiários viverão e consumirão suas aposentadorias.

É precisamente nessa lógica que reside a fundamentação mais profunda, e frequentemente subestimada, da integração de critérios Ambientais, Sociais e de Governança (ASG) à gestão de investimentos das EFPC. A questão não é apenas ética ou reputacional. É estruturalmente financeira: riscos climáticos físicos e de transição, degradação de capital humano nas cadeias produtivas, opacidade na governança corporativa e erosão de confiança social são todos vetores que afetam o valor de longo prazo dos ativos. Ignorá-los não é prudência conservadora: é temeridade disfarçada de cautela.

O conceito de dupla materialidade eleva esse entendimento a um nível superior. Enquanto a materialidade financeira pergunta 'como fatores externos de sustentabilidade afetam o valor do investimento?', a dupla materialidade acrescenta uma segunda dimensão: 'como as atividades do investimento afetam o meio ambiente e a sociedade?'. Essa segunda lente, predominante no marco regulatório europeu, notadamente a Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) e os European Sustainability Reporting Standards (ESRS), transforma o gestor de ativos de um agente passivo em observação de riscos para um ator corresponsável pela trajetória de sustentabilidade das empresas em que investe.

No Brasil, o sistema fechado de previdência complementar, composto por 268 EFPC ativas que administram ativos de **R$ 1,4 trilhão (11% do PIB nacional em 2025)**, enfrenta um momento regulatório decisivo. A Resolução CMN 5.202/2025 e a Resolução PREVIC 26/2025 introduziram obrigações expressas de consideração de fatores ASG na análise de riscos e na Política de Investimentos, com segmentação proporcional por porte. Contudo, a regulação avançou mais rapidamente do que a

capacidade técnica e institucional da maioria das entidades para implementá-la com robustez.

Este trabalho tem por objetivo investigar como os principais fundos de pensão do mundo, particularmente na América do Norte e na Europa, construíram suas arquiteturas de governança ASG ao longo de duas décadas, com ênfase na internalização da dupla materialidade, e identificar elementos transponíveis para a realidade brasileira. A hipótese central é de que o caminho percorrido internacionalmente oferece não apenas melhores práticas, mas uma racionalidade sistêmica que pode ajudar as EFPC brasileiras a transformar obrigações regulatórias em vantagens competitivas de gestão.

A metodologia adotada é qualitativa-comparativa, com base em revisão documental de relatórios de sustentabilidade, políticas de investimento e documentos regulatórios de seis fundos internacionais, combinada com análise do arcabouço regulatório brasileiro. Este trabalho está estruturado em seis seções, além desta introdução: referencial teórico, experiência internacional, panorama brasileiro, desafios regulatórios e reputacionais, proposta de framework e conclusão.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 A Evolução do Conceito ASG no Mercado de Capitais

O marco formal da integração ASG ao investimento institucional pode ser datado de 2004, quando o secretário-geral da ONU, Kofi Annan, convocou os maiores gestores de ativos do mundo a colaborar na elaboração dos Princípios para o Investimento Responsável (PRI). O documento resultante, publicado em 2006, enunciava a tese de que fatores ambientais, sociais e de governança são materialmente relevantes para a performance de longo prazo dos portfólios.

O número de signatários do PRI cresceu de 100 em 2006 para **mais de 5.000 em 2025, representando mais de US$ 120 trilhões em ativos sob gestão[1]**. Ao longo de suas duas décadas de existência, o conceito atravessou ao menos três fases distintas. Na primeira (2006–2013), predominava a visão de que ASG era sinônimo de exclusão ética. Na segunda fase (2014–2019), impulsionada pelo Acordo de Paris (2015) e pelo trabalho do TCFD (Task Force on Climate-related Financial Disclosures),

a discussão migrou para a materialidade financeira dos riscos climáticos. A terceira fase, que se consolida a partir de 2020, é marcada por três fenômenos simultâneos: a proliferação de frameworks de reporte, a emergência da regulação mandatória europeia com o CSRD, e o debate crescente sobre o papel dos grandes fundos de pensão como proprietários universais.

Nesse contexto, a discussão sobre a função social dos fundos de pensão ressurge com renovada urgência, como aponta o relatório de John Kay para o governo britânico (2012) sobre o curto-prazismo dos investidores institucionais em relação às necessidades de longo prazo dos beneficiários finais.

2.2 Materialidade Financeira e Dupla Materialidade: Fundamentos e Distinções

A teoria da materialidade parte do pressuposto de que nem toda informação é igualmente relevante para a tomada de decisões. No contexto ASG, a materialidade financeira (ou 'simples materialidade') pergunta: quais fatores de sustentabilidade afetam os fluxos de caixa, o custo de capital ou o valor de longo prazo das empresas em que investimos?

Essa é a perspectiva adotada pelo **International Sustainability Standards Board (ISSB)** em seus padrões IFRS S1 e IFRS S2, publicados em junho de 2023[2]. O ISSB parte da lógica do investidor: o relatório de sustentabilidade serve para informar quem aloca capital sobre riscos e oportunidades materialmente relevantes para o valor da empresa. É uma visão outside-in, do ambiente para o balanço.

A **dupla materialidade**, conceito central do arcabouço europeu CSRD/ESRS[3], adiciona uma segunda dimensão: a materialidade de impacto (impact materiality), ou visão inside-out, que examina como as atividades da empresa afetam o meio ambiente, os trabalhadores, as comunidades e a cadeia de valor. Para o CSRD, uma empresa deve reportar tanto os riscos que o mundo impõe a ela quanto os riscos e impactos que ela impõe ao mundo.

Para um fundo de pensão brasileiro com passivo atuarial de 30 anos, essa distinção é menos teórica do que parece: se as empresas em que ele investe hoje degradam o capital natural ou humano de suas regiões de operação, o fundo estará, em última análise, corroendo a própria base econômica que sustenta os benefícios

que deverá pagar no futuro. É um argumento de autofagia que prescinde de qualquer consideração ética para justificar a adoção da dupla materialidade.

2.3 O Papel dos Investidores Institucionais de Longo Prazo

A literatura sobre finanças institucionais identifica os grandes fundos de pensão como 'proprietários universais' (universal owners), conceito desenvolvido por Hawley e Williams (2000)[4] e refinado por Dimson, Marsh e Staunton. A ideia central é que um fundo com participações em centenas de empresas está, em última análise, investindo na economia como um todo. Suas perdas em uma empresa resultantes de externalidades negativas não são compensadas por outros ativos se essas externalidades forem sistêmicas.

Essa perspectiva fundamenta a prática do **engajamento ativo (stewardship)**, que consiste no exercício dos direitos de propriedade pelos fundos de pensão para influenciar as práticas das empresas do portfólio. O **Climate Action 100+ reunia mais de 700 investidores com US$ 68 trilhões sob gestão em 2024**[5], ilustrando a escala que esse tipo de ação coletiva pode atingir. Como argumentam Eccles e Klimenko (2019)[6], a legitimidade das empresas depende cada vez mais de atores além dos acionistas, o que torna esses contratos sociais parte relevante da due diligence dos investidores universais.

3. EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL: GOVERNANÇA ASG NOS FUNDOS DE PENSÃO

Antes de examinar cada fundo individualmente, o Gráfico 1 apresenta a escala dos ativos sob gestão dos fundos analisados em comparação com o sistema fechado brasileiro:

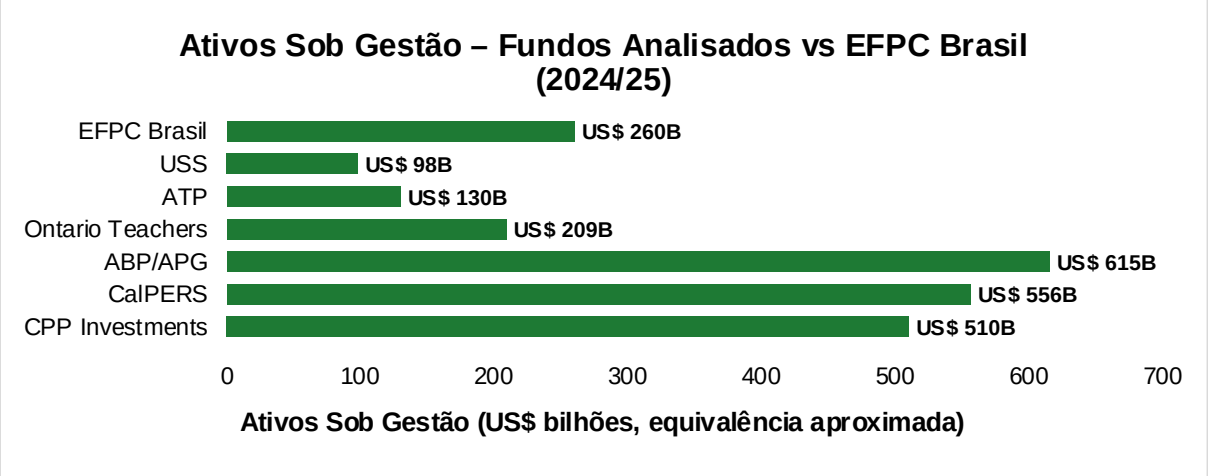


Gráfico 1. Ativos sob gestão dos fundos estudados e sistema EFPC Brasil (2024/25) Fonte: Relatórios anuais dos respectivos fundos; ABRAPP (2025). Elaboração própria.

3.1 América do Norte

3.1.1 CPP Investments (Canadá)

O Canada Pension Plan Investment Board (CPP Investments) encerrou o exercício fiscal 2025 com **CAD 714,4 bilhões (~US$ 510 bilhões) sob gestão**, retorno líquido de **9,3% no exercício e retorno anualizado de 8,3% nos últimos 10 anos**[7]. Desde que iniciou suas atividades em 1999, o fundo gerou CAD 492,1 bilhões em renda líquida acumulada, aproximadamente 70% do valor atual do portfólio, demonstrando que a gestão profissional de longo prazo, integrada a critérios de sustentabilidade, é capaz de criar valor substancial.

A política de investimento sustentável do CPP Investments, revisada em novembro de 2025, está estruturada sobre uma premissa explícita: considerações de sustentabilidade contribuem para a entrega de retornos superiores de longo prazo. O fundo recusa a dicotomia retorno versus sustentabilidade e trata os fatores ASG como dimensão adicional da análise de risco-retorno.

O Gráfico 2 ilustra os retornos anuais do CPP Investments frente ao benchmark nas últimas dez edições, evidenciando consistência e resiliência mesmo em anos de volatilidade acentuada, como o exercício fiscal F17 (marcado pela depreciação do dólar canadense):

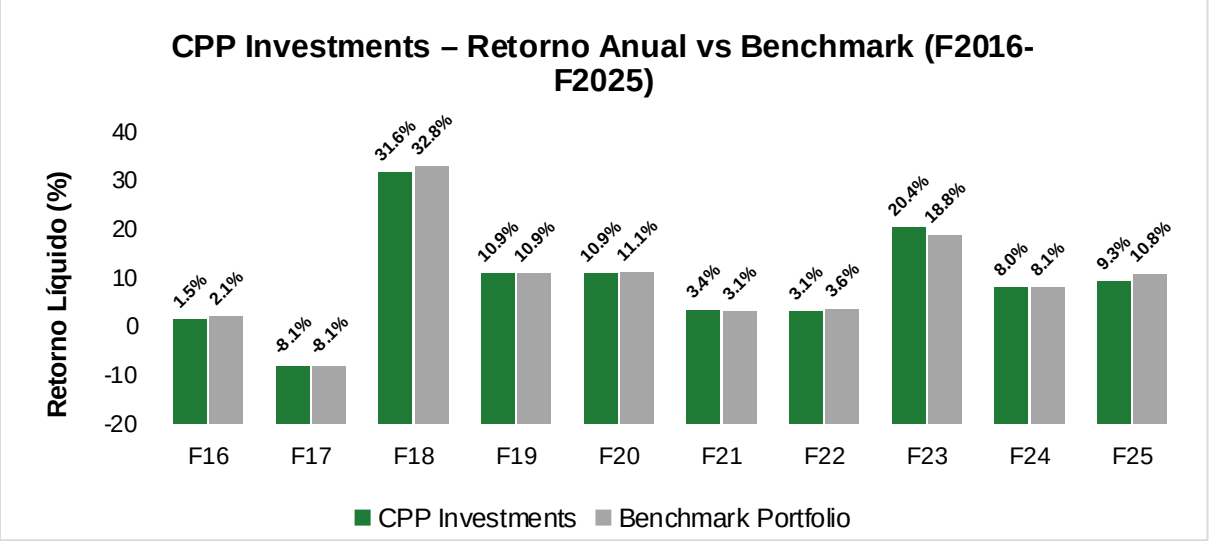


Gráfico 2. CPP Investments: retornos anuais vs. benchmark (F2016–F2025) Fonte: CPP Investments Annual Report 2025. Elaboração própria.

Do ponto de vista da dupla materialidade, o CPP Investments foi pioneiro ao desenvolver, em 2022, um framework de 'emissions abatement capacity assessment', uma metodologia para medir não apenas as emissões atuais das empresas do portfólio, mas a capacidade técnica e econômica delas para reduzi-las. Ao mesmo tempo, o fundo adotou a estratégia de 'whole economy transition', recusando o desinvestimento como estratégia primária e reduzindo a pegada de carbono implícita do portfólio em 41% desde 2020 sem abandonar posições no setor energético.

3.1.2 CalPERS (EUA)

O CalPERS reportou retorno de **11,6% no exercício fiscal 2024–2025, superando seu benchmark em 1,7 ponto percentual**, e elevando o status de financiamento estimado para 79%[8]. Com ativos de US$ 556 bilhões, é o maior fundo de pensão público dos EUA. Em um ambiente político crescentemente hostil à agenda ASG, o CalPERS mantém posição firme: a integração de fatores ASG materialmente relevantes é parte da obrigação fiduciária com os beneficiários, não uma concessão ideológica.

A gestão ativa da renda fixa com integração ASG merece destaque: em revisão apresentada ao conselho em 2024, a equipe de fixed income demonstrou que a análise de governança sinalizou com antecedência vulnerabilidades em empresas como Boeing, antes que elas se materializassem nos preços dos ativos, gerando alpha real para o fundo.

O CalPERS votou em **mais de 15.000 assembleias de acionistas ao redor do mundo em 2023–2024**, publicando anualmente seus Global Governance Principles com critérios ASG explícitos para cada decisão de voto.

3.1.3 Ontario Teachers' Pension Plan (Canadá)

O OTPP registrou retorno de **6,7% em 2025 e 9,4% em 2024, encerrando 2025 com CAD 279,4 bilhões em ativos e taxa de financiamento de 111%[9]**, pelo 13º ano consecutivo plenamente financiado. Desde sua fundação em 1990, o retorno anualizado líquido acumulado é de 9,2%.

Um marco notável em termos ASG: em 2024, o OTPP **alcançou sua meta climática de 2025 com um ano de antecedência**, reduzindo a intensidade de emissões do portfólio em 49% em relação ao baseline de 2019 (a meta era de 45%). Isso demonstra que compromissos climáticos quantificáveis e com datas são não apenas possíveis, mas alcançáveis com a estratégia correta.

O OTPP desenvolveu um framework de risco climático que considera riscos físicos (eventos extremos, estresse hídrico) e riscos de transição (regulação, substituição tecnológica, preferências de consumo), aplicado de forma diferenciada por classe de ativo e setor.

3.2 Europa

3.2.1 ABP/APG (Holanda)

O ABP (Stichting Pensioenfonds ABP), gerido pela APG Asset Management, é o maior fundo de pensão da Europa continental, com **aproximadamente €532 bilhões (~US$ 615 bilhões) sob gestão em 2025[10]**. Seu modelo de governança ASG é amplamente considerado o mais avançado do mundo em termos de integração sistêmica e ambição de impacto.

O que distingue o ABP/APG é a adoção plena da dupla materialidade como paradigma de gestão, bem anterior à obrigação regulatória europeia. O fundo estabeleceu metas quantitativas de impacto positivo, por exemplo, dobrar o volume de investimentos sustentáveis até 2030, com foco em energia limpa, alimentação saudável e construção sustentável, e publica anualmente métricas de impacto sobre o

portfólio, incluindo toneladas de CO2 evitadas, hectares de biodiversidade preservados e empregos criados em setores sustentáveis.

Um diferencial crítico do modelo holandês é o alinhamento de incentivos internos: o ABP exige que **todos os gestores de portfólio da APG cursem formação obrigatória de 40 horas em análise de sustentabilidade**, e integra métricas ASG nos critérios de remuneração variável da equipe de gestão.

3.2.2 ATP (Dinamarca)

O ATP, fundo de pensão suplementar universal dinamarquês com **aproximadamente DKK 900 bilhões sob gestão**, foi pioneiro na Escandinávia na publicação de um relatório de impacto integrado ao relatório anual de investimentos, incluindo estimativa do 'carbon footprint implícito' de cada coroa dinamarquesa investida. Essa prática, hoje obrigatória para fundos europeus sob o CSRD, o ATP já realizava voluntariamente desde 2018.

Um diferencial relevante é a política de votar contra a reeleição de diretores em empresas que não divulgam adequadamente dados de sustentabilidade, independentemente do desempenho financeiro da companhia.

3.2.3 USS, Universities Superannuation Scheme (Reino Unido)

O USS, maior fundo de pensão privado do Reino Unido com £ 77 bilhões sob gestão, é um caso paradigmático de como a pressão dos beneficiários pode catalisar transformações profundas na política de investimento sustentável. O fundo adotou um framework de engajamento escalonado (escalation framework) em que empresas são classificadas em quatro níveis de conformidade com as expectativas climáticas do USS e submetidas a ações progressivamente mais severas, de diálogo privado a voto público contra a diretoria.

Do ponto de vista da dupla materialidade, o USS é particularmente interessante por sua abordagem à dimensão social: sendo o fundo de professores e pesquisadores universitários, sua política inclui critérios explícitos sobre trabalho decente, diversidade em órgãos de governança e práticas de cadeia de suprimentos, refletindo a identidade de seus beneficiários e não apenas adesão abstrata a normas internacionais.

O Gráfico 3 apresenta a comparação de retornos recentes entre os fundos estudados e o sistema EFPC brasileiro:

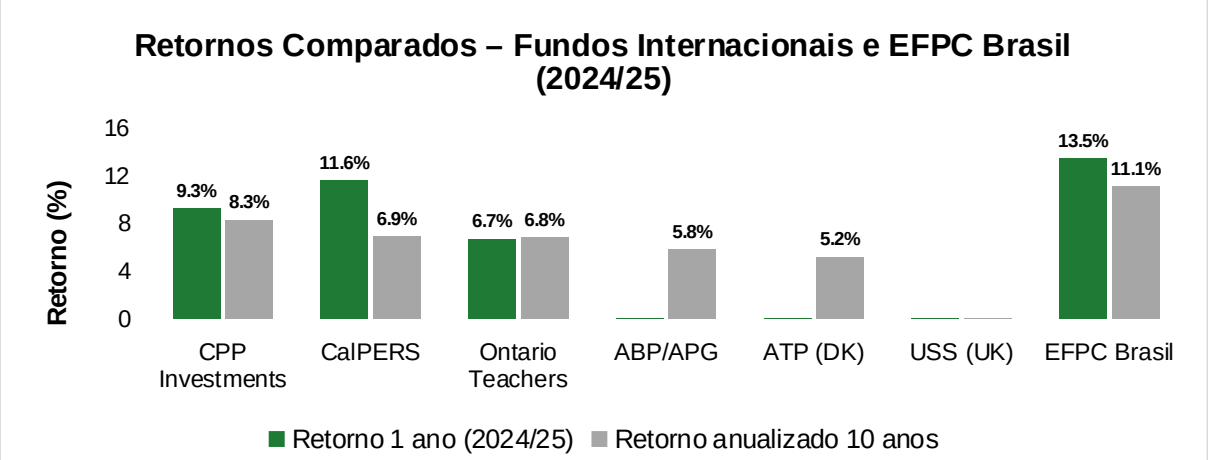


Gráfico 3. Comparativo de retornos: fundos internacionais e EFPC Brasil (2024/25) Fonte: Relatórios anuais dos respectivos fundos; ABRAPP (2026). Elaboração própria. Nota: Retornos em moeda local. A comparabilidade direta é limitada por diferenças metodológicas e de universo de ativos. O retorno anualizado de 10 anos do EFPC, 11,13%, foi calculado por composição geométrica dos retornos anuais de 2016 a 2025 reportados no Consolidado Estatístico ABRAPP/SINDAPP, e não consta como dado pronto na publicação original.

3.3 Padrões Convergentes: Tabela Comparativa

Da análise comparativa dos seis fundos, emergem cinco padrões convergentes que transcendem diferenças culturais e regulatórias. A Tabela 1 sintetiza o posicionamento de cada fundo em relação a esses vetores:

Vetor ASG	CPP Investments	CalPERS	Ont. Teachers'	ABP/ APG	ATP	USS
Integração sistêmica ASG	Plena	Alta	Alta	Plena	Alta	Alta
Dupla Materialidade	Sim	Parcial	Sim	Plena	Sim	Parcial
Engajamento ativo	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Meta climática quantificada	Net Zero 2050	Net Zero 2050	Net Zero 2050	Net Zero 2050	Sim	Net Zero 2050
Incentivos internos ASG	Sim	Parcial	Sim	Sim	Parcial	Parcial
Retorno 10 anos (a.a.)	8,3%	~6,9%	6,8%	~5,8%	~5,2%	N/D

Tabela 1. Matriz Comparativa: Maturidade ASG nos Fundos Estudados. Fonte: Elaboração própria com base nos relatórios anuais de cada fundo (2024/25).

4. O SISTEMA FECHADO DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR BRASILEIRO

4.1 Panorama do Setor

O sistema fechado de previdência complementar brasileiro compreende, em fevereiro de 2026, 268 EFPC ativas que administram planos para aproximadamente **3,18 milhões de participantes ativos e 868 mil assistidos**. O patrimônio total sob gestão **superou R$ 1,4 trilhão no segundo semestre de 2025**, equivalente a 11% do PIB nacional, e o sistema encerrou 2025 com rentabilidade média de 13,45%[11].

O número de 268 EFPC ativas segue a contagem do Consolidado Estatístico ABRAPP/SINDAPP de fevereiro de 2026, citado na nota 11. A Portaria PREVIC 539/2025 segmenta apenas 246 entidades entre S1 e S4 para 2026, porque a segmentação exclui expressamente as EFPC sob regime especial de intervenção ou liquidação. A diferença entre essas contagens reflete, portanto, entidades em processo de encerramento, e não uma divergência de metodologia entre as fontes.

A heterogeneidade do sistema é sua característica estrutural mais importante do ponto de vista regulatório. O maior fundo brasileiro, a PREVI, gerencia ativos superiores a R$ 300 bilhões e dispõe de estruturas de governança comparáveis às dos fundos internacionais estudados. No outro extremo, existem EFPC com patrimônio inferior a R$ 10 milhões, quadro técnico de dois ou três colaboradores e portfólios concentrados quase inteiramente em títulos públicos.

O Gráfico 4 revela uma tendência relevante do ponto de vista da integração ASG e da capacidade de engajamento ativo: a concentração em renda fixa chegou a 84,9% dos ativos administrados em fevereiro de 2026, enquanto a participação em renda variável caiu de 13,7% em 2021 para uma mínima de 7,6% em 2024 e 2025, com leve recuperação para 7,9% em fevereiro de 2026.

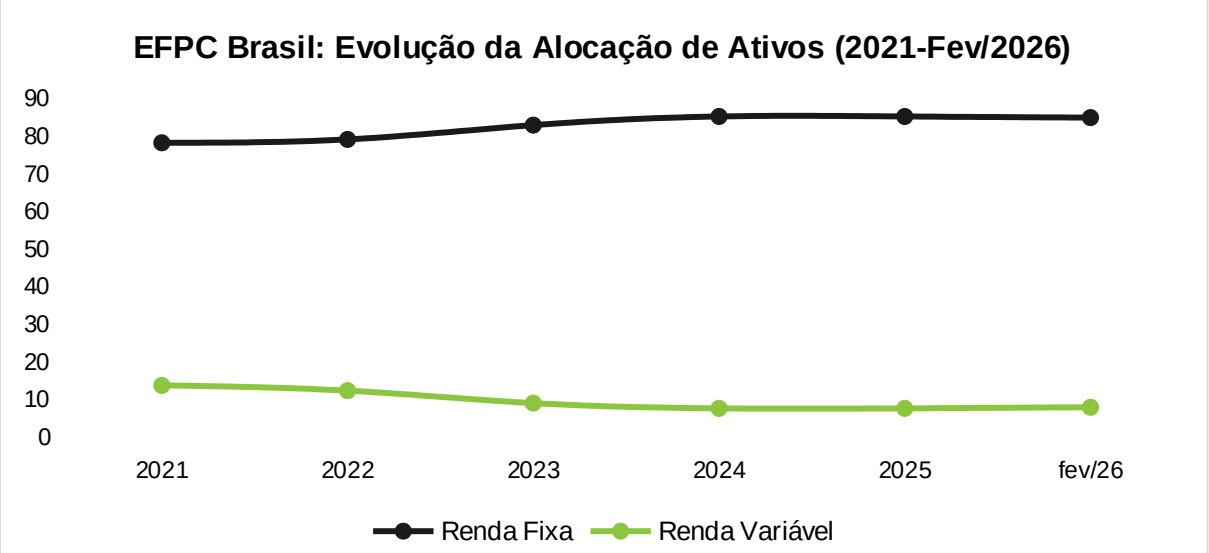


Gráfico 4. EFPC Brasil: evolução da alocação de ativos (2021–Fev/2026) Fonte: ABRAPP/SINDAPP, Consolidado Estatístico (fevereiro de 2026). Elaboração própria.

Essa concentração em renda fixa tem implicação direta para a agenda ASG: **quanto menor a exposição a renda variável, menor o poder de engajamento ativo via exercício de voto e diálogo com diretorias**. Contudo, esse quadro reforça a importância de aplicar a lógica de dupla materialidade a cada segmento de aplicação da carteira, e não apenas à parcela de renda variável, conforme detalhado na Seção 5.3.

Uma ressalva metodológica é necessária sobre os números acima. O Consolidado Estatístico da ABRAPP classifica a carteira por veículo de aplicação, não por ativo final. A linha títulos públicos, 18,8% da carteira, corresponde apenas à parcela detida diretamente pela EFPC, e não reflete a exposição soberana que existe dentro dos 65,5% alocados em fundos de renda fixa e multimercado. O art. 32 da Resolução CMN 4.994/2022, mantido pela CMN 5.202/2025, já obriga as EFPC a consolidar as posições de cotas de fundos de investimento com as posições da carteira própria e da carteira administrada para fins de verificação dos limites regulatórios, o chamado olhar através até o ativo final. Essa consolidação tende a revelar exposição soberana relevante dentro dos 65,5% alocados em fundos de renda fixa, mas essa expectativa não pode ser tomada como medida. A própria ANBIMA classifica os fundos de renda fixa regulares por subcategoria de risco de crédito, sendo Soberano os fundos que mantêm 100% do patrimônio em títulos públicos federais e Grau de Investimento os que mantêm no mínimo 80%, subcategorias compatíveis com

o perfil conservador das EFPC, mas não há dado público agregado sobre a distribuição das EFPC entre elas. Este trabalho não dispõe de uma estatística nacional consolidada nesse nível de detalhe, porque a informação de ativo final é produzida internamente por cada EFPC para fins de enquadramento e não é publicada de forma agregada, mas a direção do ajuste é plausível e tem implicação direta para a metodologia proposta na Seção 6.2.

4.2 Marco Regulatório Vigente: da CMN 4.994 à CMN 5.202 e PREVIC 26/2025

O avanço regulatório em matéria ASG no sistema fechado brasileiro tem sido progressivo, mas ganhou velocidade significativa em 2025. É necessário compreender esse avanço em sua trajetória para avaliar adequadamente seus limites e potencial.

A Resolução CMN 4.994/2022 estabeleceu as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores das EFPC e incluiu, de forma ainda genérica, referências à necessidade de consideração de fatores ASG na política de investimentos.

O salto qualitativo veio com a Resolução CMN 5.202, de 27 de março de 2025, que modernizou as diretrizes de investimento e introduziu obrigação expressa de as EFPC 'considerarem na análise de riscos, quando julgar material e relevante, os aspectos relacionados à sustentabilidade econômica, ambiental, social e de governança dos investimentos'. A Resolução PREVIC 26, de 16 de dezembro de 2025, aprofundou a segmentação das EFPC em quatro níveis (S1 a S4) e estabeleceu exigências progressivas de governança e gestão ASG para cada segmento, incluindo a obrigatoriedade de a Política de Investimentos trazer metodologia de análise de materialidade dos fatores de sustentabilidade.

Os prazos para o cumprimento dessas obrigações já estão fixados: nos termos do art. 368-D da Resolução PREVIC 23/2023 (na redação dada pela Resolução PREVIC 26/2025), as EFPC classificadas nos segmentos S1 e S2 devem observar os arts. 368-B (análise de materialidade) e 368-C (divulgação de impactos ASG) até 31 de dezembro de 2027, e as classificadas em S3 e S4, até 31 de dezembro de 2028. O sistema, portanto, já opera sob uma janela temporal definida, o que reforça a urgência de que as entidades construam capacidade técnica antes, e não apenas na proximidade desses marcos.

4.3 O Estado Atual da Integração ASG nas EFPC

Pesquisas setoriais recentes, incluindo levantamentos da ABRAPP e da PREVIC, indicam que a integração ASG nas EFPC brasileiras é heterogênea e, na maioria dos casos, ainda incipiente. As entidades de maior porte (como PREVI, PETROS, FUNCEF, FUNCESP e REAL GRANDEZA) dispõem de políticas mais desenvolvidas. Para o conjunto do sistema, entretanto, a integração ASG ainda se manifesta principalmente em: adesão a iniciativas voluntárias como o PRI; inclusão de cláusulas genéricas na Política de Investimentos; e, em casos mais avançados, triagem negativa de setores controversos.

A visão de consultorias que assessoram EFPC no dia a dia confirma esse diagnóstico e acrescenta uma explicação prática para a lentidão do avanço. A Aditus, uma das principais consultorias de investimento do segmento, observou em 2025 que a limitação do mercado brasileiro em ativos e produtos relacionados a sustentabilidade dificulta uma movimentação mais decisiva das EFPC, e que as taxas reais elevadas de títulos públicos indexados à inflação, próximas de 7% ao ano, tornam a busca por estratégias ASG economicamente menos atrativa no curto prazo[12]. Na mesma linha, a PPS Portfolio Performance, outra consultoria de referência do setor, afirmou que o maior desafio das EFPC é se libertar do CDI como referência de curto prazo, em um contexto no qual a alocação média em renda fixa já atingiu 81,4% dos recursos, a maior da série histórica segundo a ABRAPP[13]. Essas duas leituras, de fora da própria EFPC, sugerem que a lentidão da agenda ASG no Brasil não decorre apenas de falta de convicção, mas de um ambiente de taxas de juros que reduz o incentivo econômico imediato para buscar alternativas de investimento mais alinhadas a critérios de sustentabilidade.

O que está visivelmente ausente na maior parte do sistema é o que os fundos internacionais mais desenvolvidos já praticam há uma década: integração de métricas ASG quantitativas ao processo de análise de risco-retorno; programas de engajamento ativo com as empresas do portfólio; avaliação de impacto (inside-out) das decisões de investimento; alinhamento dos incentivos da equipe de gestão com objetivos de sustentabilidade; e relatórios de sustentabilidade do investimento com indicadores verificáveis e auditados.

5. DESAFIOS REGULATÓRIOS E REPUTACIONAIS

5.1 Dever Fiduciário e Dupla Materialidade: A Tensão Jurídica Brasileira

Um dos desafios regulatórios mais sutis e ao mesmo tempo mais fundamentais para a adoção da dupla materialidade no Brasil é a tensão, ainda não resolvida explicitamente pelo ordenamento jurídico, entre o dever fiduciário dos gestores de EFPC e a dimensão de impacto (inside-out) da dupla materialidade.

O dever fiduciário, no contexto das EFPC brasileiras, encontra fundamento no art. 3º da Lei Complementar 109/2001, que estabelece como objetivo da ação do Estado assegurar aos participantes e assistidos o pleno acesso às informações relativas à gestão de seus planos e proteger seus interesses, e é positivado de forma expressa nas Resoluções do Conselho Monetário Nacional que disciplinam a aplicação dos recursos das EFPC: a Resolução CMN 4.994/2022 impõe aos administradores o dever de 'adotar práticas que garantam o cumprimento do seu dever fiduciário em relação aos participantes dos planos de benefícios', dever mantido e aprofundado pela Resolução CMN 5.202/2025. Em uma interpretação restritiva, predominante até recentemente, esse dever significaria que qualquer consideração que não a maximização do retorno ajustado ao risco para os beneficiários seria incompatível com a obrigação fiduciária.

Essa interpretação, entretanto, é crescentemente questionada no plano internacional e encontra contrapontos consistentes mesmo no direito brasileiro. A materialidade financeira (outside-in) é indiscutivelmente compatível com o dever fiduciário: identificar e gerir riscos climáticos, sociais e de governança que afetam o valor dos ativos é simplesmente boa gestão de risco. A dimensão de impacto (inside-out), contudo, levanta questões mais complexas: pode um gestor de EFPC decidir não investir em uma empresa juridicamente lícita por considerar seu impacto ambiental incompatível com os valores dos beneficiários, mesmo que isso implique menor retorno esperado?

A experiência europeia, nesse ponto, é esclarecedora. O relatório 'A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment' (UNEP FI, 2005), o chamado 'Freshfields Report', concluiu que integrar critérios ESG materialmente relevantes não apenas é compatível com o

dever fiduciário, mas pode ser exigido por ele. Em 2015, uma atualização do mesmo relatório expandiu essa conclusão para incluir a integração proativa de fatores ESG de longo prazo, mesmo aqueles não imediatamente refletidos no preço dos ativos.

No Brasil, a Resolução CMN 5.202/2025 representa um avanço ao incluir a análise de fatores ASG 'quando julgar material e relevante' como obrigação regulatória, o que, por sua vez, significa que a integração de tais fatores é expressamente compatível com o dever fiduciário. O que ainda falta é uma manifestação regulatória explícita sobre a dimensão de impacto: se e em que condições gestores de EFPC podem, ou devem, considerar os efeitos de suas decisões de investimento sobre o meio ambiente e a sociedade, mesmo que tais efeitos não se reflitam imediatamente no retorno financeiro.

Essa lacuna regulatória cria um risco jurídico real para gestores que queiram adotar práticas mais avançadas de dupla materialidade. A solução de lege ferenda mais adequada seria que a PREVIC emitisse uma nota orientativa ou resolução específica esclarecendo que a consideração da materialidade de impacto, dentro de critérios técnicos razoáveis e devidamente documentados, é compatível com o dever fiduciário dos dirigentes de EFPC, em linha com as melhores práticas internacionais.

5.2 Outros Desafios Regulatórios

O principal desafio regulatório para a implementação da dupla materialidade nas EFPC brasileiras não está na ausência de normativa, mas na ambiguidade da normativa existente combinada com a ausência de standards técnicos nacionais comparáveis aos europeus.

Em primeiro lugar, o conceito de 'materialidade e relevância' introduzido pela CMN 5.202/2025 carece de definição operacional precisa no contexto brasileiro. Diferentemente do CSRD/ESRS, que define materialidade de impacto e materialidade financeira de forma explícita e prevê uma metodologia com etapas, critérios e indicadores, a regulação brasileira deixa ampla margem à interpretação de cada entidade, criando risco de arbitragem regulatória.

Em segundo lugar, a ausência de um padrão nacional de reporte de sustentabilidade para EFPC cria um ambiente de incomparabilidade que compromete

tanto a supervisão pela PREVIC quanto a transparência para os participantes. Enquanto fundos europeus reportam sob os ESRS e fundos canadenses reportam sob padrões alinhados ao ISSB, as EFPC brasileiras publicam relatórios em formatos completamente heterogêneos, quando os publicam.

Essa heterogeneidade não decorre de omissão: como a PREVIC já exige planejamento estratégico das EFPC, boa parte do sistema já vem desenvolvendo suas próprias abordagens de reporte ASG, esforço que um futuro padrão nacional deveria aproveitar como insumo, não descartar (ver recomendação na Seção 7).

Em terceiro lugar, há o problema estrutural de **disponibilidade de dados**. A implementação da dupla materialidade requer dados granulares sobre as empresas do portfólio que frequentemente não existem para o mercado brasileiro, especialmente para empresas de capital fechado presentes nos portfólios das EFPC via fundos de infraestrutura e private equity. A Resolução CVM 193/2023, que passou a exigir relatórios de sustentabilidade alinhados ao IFRS S1 e S2 para companhias abertas maiores, é um passo relevante, mas cobre apenas parte do universo investível das EFPC.

Por fim, há o desafio do timing regulatório: a experiência europeia mostra que a implementação efetiva da dupla materialidade demandou ao menos cinco anos entre o marco normativo e a consolidação de práticas robustas. O Brasil está comprimindo esse ciclo em um contexto de capacidade técnica ainda limitada em parte significativa do sistema.

5.3 Materialidade ASG por Segmento de Aplicação

A implementação da dupla materialidade nas EFPC não deve ser ancorada em uma classe de ativo específica, mas percorrer, de forma proporcional, cada um dos segmentos de aplicação previstos pela Resolução CMN 4.994/2022, com a redação dada pela Resolução CMN 5.202/2025: Renda Fixa, Renda Variável, Investimentos Estruturados, Investimentos no Exterior e Imóveis. O framework proposto na Seção 6 já opera com essa lógica, por meio da Ficha de Materialidade (Seção 6.2) e do Termo de Referência ASG (Seção 6.3), mas cabe explicitar o que muda em cada segmento.

Em Renda Fixa, a Camada 1 (bloco soberano) e a Camada 2 (crédito privado idiossincrático) descritas na Seção 6.2 cobrem a maior parte da análise. Um ponto que merece atenção específica é o crédito estruturado vinculado a um único projeto ou

contrato de concessão, uma modalidade cada vez mais presente nas carteiras das EFPC. Embora esses títulos costumem oferecer fluxo de caixa de longo prazo e, em alguns casos, impacto ambiental e social potencialmente mensurável, eles também concentram risco em um único ativo subjacente, sem a diversificação típica de outras posições de crédito privado. Relatos de entidades consultadas para este trabalho apontam que, quando o responsável pelo projeto interrompe sua execução no meio do caminho, o investidor fica exposto a um processo de renegociação contratual, a disputa sobre indenização e, em muitos casos, a anos de indefinição sobre o próprio fluxo de pagamento do título. Esse risco de concentração e de reversibilidade não é capturado pela análise tradicional de rating de crédito e deveria constar explicitamente na Ficha de Materialidade sempre que esse tipo de ativo estiver presente na carteira, como um sinal de atenção a ser registrado e monitorado, não como uma classe de ativo a ser recomendada de forma genérica.

Em Renda Variável, a materialidade se conecta ao pilar de engajamento ativo (stewardship) já discutido na Seção 6.1, com o exercício de direito de voto e o diálogo direto com companhias investidas como principais vetores de influência sobre a dimensão inside-out.

Em Investimentos Estruturados, a Ficha de Materialidade já prevê aplicação por transparência para cotas de FIP, FII e fundos que detêm crédito estruturado, conforme detalhado na Seção 6.2, com a qualidade da informação disponível dependendo do padrão de divulgação exigido do gestor por meio do Termo de Referência ASG (Seção 6.3).

Em Investimentos no Exterior, a materialidade pode se apoiar nos padrões já consolidados internacionalmente, como o CSRD/ESRS europeu e as normas do ISSB, discutidos na Seção 3, sem necessidade de metodologia brasileira específica para esse segmento.

Em Imóveis, a materialidade ASG conta com literatura consolidada, sobretudo em torno de certificações de eficiência energética, mas está fora do escopo mobiliário definido na Introdução deste trabalho.

Essa abordagem por segmento evita que o framework proposto pareça recomendar, ainda que indiretamente, qualquer classe de ativo específica, e mantém o foco no processo de análise de materialidade proporcional e documentada, e não no produto financeiro em si.

5.4 Desafios Reputacionais

Os desafios reputacionais da implementação da dupla materialidade nas EFPC brasileiras atuam em duas direções opostas, mas igualmente danosas: o risco de não fazer (reputação por omissão) e o risco de fazer mal feito (reputação por greenwashing).

O risco reputacional por omissão é cada vez mais concreto no Brasil. À medida que o tema de investimento responsável ganha visibilidade na mídia, nas organizações de defesa dos participantes e nas associações sindicais de servidores públicos patrocinadores, os fundos que não demonstram uma agenda ASG estruturada se tornam alvos naturais de questionamentos.

O risco por greenwashing é potencialmente mais grave no curto prazo. Com o avanço das exigências regulatórias, existe o incentivo perverso de que as EFPC elaborem documentos sofisticados de política ASG sem alterar substancialmente seus processos de investimento. Esse risco é amplificado pelo fato de que, ao contrário dos mercados europeus onde fundos concorrem pela preferência de trabalhadores independentes, as EFPC brasileiras têm base de participantes relativamente cativa.

Há ainda a dimensão do risco político-regulatório: investimentos de EFPC em empresas que subsequentemente se revelam problemáticas do ponto de vista ambiental ou social geram exposição para os fundos que as apoiavam. Em um ambiente de maior litigância em matéria ASG, o argumento 'não sabíamos' torna-se cada vez menos defensável para investidores de porte que não adotaram processos adequados de due diligence de sustentabilidade.

6. FRAMEWORK PROPOSTO: INTEGRAÇÃO DA DUPLA MATERIALIDADE NAS EFPC

6.1 Pilares do Framework

A proposta de framework desenvolvida neste trabalho parte de três premissas: (i) a implementação da dupla materialidade nas EFPC brasileiras deve ser proporcional ao porte e à complexidade de cada entidade; (ii) deve ser progressiva, com marcos claros de evolução; e (iii) deve ser fundamentada em aprendizados

concretos da experiência internacional, sem importação acrítica de modelos desenhados para contextos distintos.

Pilar 1. Diagnóstico de Materialidade Duplamente Estruturado. Toda EFPC, independentemente do segmento, deve realizar diagnóstico que identifique: (a) os fatores ASG que representam riscos financeiros materiais para seu portfólio (outside-in); e (b) os impactos positivos e negativos que suas escolhas de investimento geram no meio ambiente e na sociedade (inside-out). Para EFPC de segmento S3 e S4, esse diagnóstico pode ser simplificado. Para S1 e S2, recomenda-se adotar metodologias alinhadas ao ESRS/EFRAG ou ao ISSB S1.

Pilar 2. Integração no Ciclo de Investimento. A análise de dupla materialidade deve estar integrada ao processo de due diligence, seleção, monitoramento e desinvestimento de ativos. Cada novo investimento de porte relevante deve ser submetido a uma análise de materialidade ASG documentada, com conclusões explicitamente consideradas na decisão de alocação.

Pilar 3. Programa de Engajamento Ativo (Stewardship). As EFPC de S1 devem desenvolver políticas formais de stewardship com: política de voto em assembleias com critérios ASG explícitos; programa de engajamento com as 10 a 20 maiores posições em renda variável; e participação em coalizões de investidores em temas sistêmicos. Para EFPC S2, uma alternativa é a coordenação facilitada pela ABRAPP entre EFPC interessadas, e não o engajamento exercido pela própria associação. É importante essa distinção porque a ABRAPP é uma entidade de representação regulatória e de difusão de melhores práticas do setor, não um prestador de serviço de engajamento fiduciário, e não deve ser confundida com esse papel. Um formato concreto, à semelhança de fóruns como o Local Authority Pension Fund Forum no Reino Unido, seria a ABRAPP disponibilizar um canal para que EFPC de porte semelhante se identifiquem, compartilhem posições em comum no portfólio e, querendo, assinem manifestações conjuntas dirigidas a companhias investidas, permanecendo cada EFPC responsável por sua própria decisão de voto e engajamento. É preciso reconhecer, contudo, o limite estrutural desse pilar no caso brasileiro: como visto na Seção 4.1, a exposição a renda variável do sistema caiu de 13,7% em 2021 para uma mínima de 7,6% em 2024 e 2025, recuperando-se ligeiramente para 7,9% em fevereiro de 2026, o que reduz de forma objetiva a base de

ativos sobre a qual o voto e o engajamento direto podem operar. Isso não invalida o Pilar 3, mas desloca seu centro de gravidade: para a maioria das EFPC, o vetor de maior potencial não é a influência sobre companhias abertas, e sim a análise de materialidade ASG na seleção e no acompanhamento de gestores de renda fixa, crédito privado e estruturados, o que aproxima este pilar do Pilar 2 e da diretriz de contratação de prestadores de serviço tratada na Seção 6.3.

Pilar 4. Transparência com Indicadores Verificáveis. As EFPC devem publicar anualmente relatório de investimento responsável com métricas ASG quantificadas, incluindo: pegada de carbono do portfólio; exposição a setores de risco climático elevado; indicadores de diversidade e práticas trabalhistas das maiores empresas investidas; e avaliação de progresso em relação às metas ASG declaradas.

Pilar 5. Alinhamento de Incentivos Internos. As EFPC devem incluir métricas ASG nos critérios de avaliação de desempenho do Diretor de Investimentos e dos gestores de portfólio, e os Conselhos Deliberativos devem receber formação específica em finanças sustentáveis. Essa formação não deve ficar restrita ao Conselho Deliberativo: o Comitê de Investimentos, quando existente, e o Administrador Estatutário Tecnicamente Qualificado, o AETQ, responsável estatutário pelas aplicações dos recursos da EFPC nos termos do art. 35, §5º, da Lei Complementar 109/2001, precisam da mesma capacitação, porque são eles que efetivamente analisam e recomendam as operações de investimento no dia a dia, e não apenas o colegiado que aprova a política em nível mais alto. O Administrador Responsável pelo Plano de Benefícios, o ARPB, diretor executivo responsável pela gestão atuarial e de benefícios, também deveria ser incluído nessa formação, ainda que sua atuação seja mais distante da mesa de investimentos, porque é ele quem trata das premissas atuariais de longo prazo que conectam diretamente o argumento intergeracional discutido na Introdução deste trabalho às decisões concretas de solvência e de equacionamento do plano.

6.2 Metodologia Aplicável a Ativos Diretos: a Ficha de Materialidade Nacional

O desenho de qualquer metodologia de dupla materialidade para o sistema fechado brasileiro deve partir de um dado estrutural verificável na própria estatística do setor, com uma ressalva importante sobre o que essa estatística mostra e o que ela esconde. Segundo o Consolidado Estatístico ABRAPP/SINDAPP de fevereiro de

2026, a carteira consolidada das EFPC está distribuída da seguinte forma: 84,9% em renda fixa, sendo 18,8% em títulos públicos federais detidos diretamente, 0,6% em créditos privados e depósitos diretos e 65,5% em fundos de investimento de renda fixa e multimercado; 7,9% em renda variável, sendo 5,0% em ações detidas diretamente e 2,9% em fundos de investimento de ações; e os 7,2% remanescentes distribuídos entre investimentos estruturados, investimento no exterior, imóveis, operações com participantes e outros. Os fundos de investimento nesses 65,5% correspondem a fundos de renda fixa e multimercado propriamente ditos, e não incluem FIDC, que a nota metodológica da ABRAPP classifica separadamente e que, por deter tipicamente direitos creditórios de empresas, tem perfil de risco de crédito privado, e não soberano, sendo tratado neste trabalho pela Camada 2 e não pela Camada 1 da Seção 6.2. Essa é uma classificação por veículo de aplicação, não por ativo final. Como discutido na Seção 4.1, o art. 32 da Resolução CMN 4.994/2022 já obriga a EFPC a consolidar as posições de fundos até o ativo final para fins de enquadramento, e essa consolidação tende a revelar exposição soberana relevante dentro dos 65,5% hoje classificados como fundos de renda fixa. Essa expectativa não é arbitrária, mas também não pode ser tomada como medida, e essa distinção importa. A própria ANBIMA classifica os fundos de renda fixa regulares por subcategoria de risco de crédito, sendo Soberano os fundos que mantêm 100% do patrimônio em títulos públicos federais, Grau de Investimento os que mantêm no mínimo 80% em títulos públicos ou ativos de baixo risco de crédito, e Crédito Livre os que podem manter mais de 20% em ativos de médio e alto risco. Essas subcategorias existem, são compatíveis com o perfil conservador das EFPC descrito na Seção 4.1, mas não há dado público agregado sobre a distribuição das EFPC entre elas. Os dados de captação por subcategoria que a ANBIMA divulga mensalmente referem-se aos fundos previdenciários abertos, veículos de PGBL e VGBL usados por Entidades Abertas de Previdência Complementar, reguladas pela SUSEP, e não podem ser extrapolados para o comportamento de fundos usados por EFPC, que investem por meio de fundos regulares ou fundos exclusivos, não de FIE de previdência aberta. A única forma de conhecer a composição real de cada EFPC é o olhar através, o que reforça, e não substitui, a necessidade do procedimento descrito nesta seção. A implicação metodológica é que esta seção não trata apenas da fração da carteira detida diretamente pela EFPC, mas de toda a exposição que, uma vez consolidada até o ativo final, se revela soberana ou idiossincrática, esteja ela em carteira própria ou

dentro de um fundo. A fração da carteira que permanece genuinamente fora do alcance desta seção, porque depende de decisão discricionária e de dados que só o gestor possui, é tratada na Seção 6.3, que trata da relação com os prestadores de serviço de gestão de recursos.

Camada 1, o bloco soberano. Os títulos públicos federais detidos diretamente, notadamente NTN-B e LFT, representam 18,8% da carteira consolidada do sistema, mas essa é apenas a parcela reportada no nível de veículo. Conforme discutido na Seção 4.1, o art. 32 da Resolução CMN 4.994/2022 já obriga a EFPC a consolidar as posições de cotas de fundos de investimento até o ativo final para fins de enquadramento regulatório, e a própria existência dessas subcategorias na classificação ANBIMA de fundos regulares, compatíveis com o perfil conservador das EFPC, torna plausível que essa consolidação revele exposição soberana relevante dentro dos 65,5% alocados em fundos de renda fixa e multimercado, ainda que apenas o olhar através de cada entidade possa confirmar a proporção real. A Camada 1 deste framework deve, portanto, ser definida pela exposição soberana consolidada, direta e indireta, e não apenas pela linha de títulos públicos detidos diretamente. Essa exposição consolidada não comporta metodologia de materialidade por título, porque o emissor é único, a União, e o risco outside-in é sistêmico e idêntico para as 268 EFPC ativas do sistema. A proposta deste trabalho é que essa camada seja tratada por uma referência centralizada, e não por 268 metodologias proprietárias. Duas peças já existentes permitem essa centralização sem custo de desenvolvimento adicional relevante. A primeira é o Marco de Títulos Sustentáveis da Dívida Pública Federal, do Tesouro Nacional, em vigor desde 2023, que publica relatório de alocação e impacto dos títulos soberanos com rótulo verde e sustentável. A segunda é a possibilidade de a ANBIMA ou a própria PREVIC manterem um indicador de referência de risco ASG soberano, atualizado periodicamente, cobrindo risco de transição climática, risco fiscal-climático e alinhamento a metas nacionais de sustentabilidade. Com essas duas peças, a única decisão de materialidade que resta à EFPC, para o bloco soberano consolidado, é a proporção da alocação em títulos públicos direcionada a emissões com rótulo verde e sustentável do Tesouro Nacional em relação a emissões convencionais, decisão simples, auditável e comparável entre entidades de qualquer porte.

Camada 2, os ativos com risco idiossincrático. Créditos privados, ações e investimentos estruturados, detidos diretamente ou identificados como tais após a consolidação até o ativo final de que trata a Camada 1, comportam e exigem análise de materialidade específica por ativo, porque cada emissor ou empresa investida apresenta perfil de risco e de impacto próprio. Ao contrário do bloco soberano, essa camada não tem um tamanho fixo na carteira consolidada do sistema, porque seu peso real só se conhece depois do olhar através sobre os 65,5% hoje classificados de forma agregada como fundos de renda fixa e multimercado. A proposta deste trabalho é uma Ficha de Materialidade ASG, instrumento padronizado de uma página, com duas dimensões e uma escala de pontuação únicas para todo o sistema. Na dimensão outside-in, a ficha registra a classificação setorial de risco, com base na Taxonomia Sustentável Brasileira como referência de setor, a exposição a risco de transição climática e um checklist de sinais de alerta de governança. Na dimensão inside-out, a ficha registra a aplicação de eventual lista de exclusão, o alinhamento a Objetivos de Desenvolvimento Sustentável relevantes e indicadores de impacto quando disponíveis. A pontuação é registrada em escala qualitativa de três níveis, alto, médio e baixo, por dimensão, e a ficha preenchida integra a memória de decisão do investimento, nos termos já previstos no Pilar 2 deste framework. O ponto central da proposta é que a ficha e a escala sejam as mesmas para todo o sistema, publicadas e mantidas por um órgão de referência nacional, PREVIC ou ANBIMA, de modo que a diferença entre EFPC esteja na profundidade de aplicação, calibrada pelo segmento S1 a S4, e não na metodologia em si. Essa é a resposta direta à limitação relatada por dirigentes de EFPC em conversas conduzidas para este trabalho, de que uma metodologia própria por entidade tende a gerar dispersão de práticas sem ganho de comparabilidade ou de capacidade de supervisão.

Quando o acesso a crédito estruturado se dá por meio de cotas de FIDC, FII ou FIP, a Ficha de Materialidade ASG se aplica com lógica de transparência, na qual a EFPC preenche os campos possíveis com base no que o administrador ou o gestor do veículo divulga sobre cedentes e sacados, no caso de FIDC, sobre os imóveis subjacentes, no caso de FII, ou sobre as empresas investidas, no caso de FIP. A qualidade dessa camada de transparência depende inteiramente do padrão de divulgação exigido do gestor, o que remete diretamente ao Termo de Referência tratado na seção seguinte.

Dimensão	Campo	Critério de registro
Outside-in	Classificação setorial de risco	Setor do ativo classificado por referência à Taxonomia Sustentável Brasileira
Outside-in	Exposição a risco de transição climática	Escala alto, médio ou baixo, conforme intensidade de carbono do setor e do emissor
Outside-in	Sinais de alerta de governança	Checklist objetivo: conflitos de interesse, histórico de litígios, qualidade de controles internos
Inside-out	Aplicação de lista de exclusão	Sim ou não, com identificação do critério de exclusão aplicado, quando houver
Inside-out	Alinhamento a ODS relevantes	Identificação dos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável associados ao ativo ou emissor
Inside-out	Indicadores de impacto disponíveis	Registro quantitativo quando disponível, com fonte e limitação declaradas
Síntese	Pontuação consolidada	Escala qualitativa única: alto, médio ou baixo, por dimensão, integrada à memória de decisão

Tabela 3. Ficha de Materialidade ASG, modelo de instrumento padronizado para ativos de risco idiossincrático. Fonte: Elaboração própria.

6.3 Diretriz de Contratação de Prestadores de Serviços de Gestão de Recursos: o Termo de Referência ASG

Ainda que a Camada 1 da Seção 6.2 estenda o alcance da EFPC até o ativo final dentro dos fundos, por força da consolidação já exigida pelo art. 32 da Resolução CMN 4.994/2022, a decisão de quanto de crédito privado, de qual emissor e sob qual estratégia compõe o restante de um fundo de investimento permanece com o gestor, não com a EFPC contratante. É essa fração, genuinamente discricionária do gestor, que exige uma diretriz clara sobre o que exigir dos prestadores de serviços de gestão de recursos, fundos exclusivos, carteiras administradas e fundos abertos, e sobre quanto tempo a indústria de gestão precisa para conseguir entregar essa exigência com consistência.

Este trabalho propõe um Termo de Referência ASG, TR-ASG, estruturado em três camadas de exigência, escalonadas pela relevância do mandato e não apenas pelo porte da EFPC contratante. A Camada 1, aplicável a qualquer mandato, inclusive fundos abertos de pequena participação, exige do gestor a declaração de adesão a critérios ASG na política de investimento do fundo, a lista de exclusões negativas

eventualmente aplicadas e a informação sobre adesão aos Princípios para o Investimento Responsável. Essa camada corresponde a informação que a maior parte dos gestores profissionais já possui e já divulga em alguma medida, o que reduz a resistência inicial à exigência e permite início de aplicação em horizonte curto.

A Camada 2, aplicável a mandatos relevantes, definidos não por um percentual fixo, mas escalonados pelo segmento da EFPC contratante, precisamente porque um mandato de 1% da carteira representa valores absolutos muito diferentes conforme o porte da entidade, e o custo de conformidade da Camada 2 só se justifica quando o mandato é relevante também em termos absolutos. Este trabalho recomenda o seguinte escalonamento, a ser calibrado com dados reais do sistema: fundos exclusivos ou carteiras administradas que representem mais de 0,5% da carteira consolidada para EFPC S1, mais de 1% para S2, mais de 2% para S3 e mais de 5% para S4, sempre sujeitos a um piso mínimo em reais a ser definido pela PREVIC ou pela ANBIMA, de modo que mandatos irrelevantes em valor absoluto, mesmo que relativamente grandes para uma EFPC pequena, não sejam obrigados a arcar com o custo pleno da Camada 2. exige a metodologia de materialidade utilizada pelo gestor e sua cobertura do portfólio, relatório de materialidade para as posições que representem parcela relevante do fundo, registro de engajamentos e de votos em assembleias quando aplicável à classe de ativo, e a identificação da fonte dos dados ASG utilizados, com suas limitações declaradas. O primeiro item exigível dentro da Camada 2 não é, a rigor, informação nova. É a mesma composição por ativo final que o gestor já é obrigado a fornecer à EFPC para fins de verificação dos limites de enquadramento do art. 32 da Resolução CMN 4.994/2022. O TR-ASG apenas formaliza o uso dessa composição já existente para separar, dentro do fundo, o que é título público federal, sujeito ao tratamento da Camada 1 da Seção 6.2, do que é crédito privado, ação ou outro ativo idiossincrático, sujeito à Ficha de Materialidade ASG. Essa reutilização de um dado já produzido para outra finalidade regulatória é o que torna a Camada 2 exigível em prazo relativamente curto, sem depender de nova infraestrutura de coleta por parte do gestor.

A Camada 3, aplicável a fundos exclusivos de EFPC classificadas no segmento S1 e a carteiras administradas de grande porte, adiciona a exigência de métricas de impacto, como pegada de carbono do portfólio quando aplicável à classe de ativo,

verificação externa da metodologia utilizada e demonstração de alinhamento a cenários de temperatura.

Camada	Aplicável a	Exigência principal	Prazo recomendado
Camada 1	Qualquer mandato, inclusive fundos abertos de pequena participação	Declaração de adesão a critérios ASG na política do fundo, lista de exclusões negativas e adesão aos Princípios para o Investimento Responsável	18 a 24 meses após a publicação do TR-ASG
Camada 2	Fundos exclusivos e carteiras administradas que representem mais de 0,5% (S1), 1% (S2), 2% (S3) ou 5% (S4) da carteira da EFPC contratante, sujeitos a piso mínimo em reais	Composição por ativo final já produzida para fins de enquadramento do art. 32 da CMN 4.994/2022, metodologia de materialidade, relatório para posições relevantes, registro de engajamento e voto, fonte dos dados ASG	Alinhado a 31 de dezembro de 2027 para S1 e S2, e a 31 de dezembro de 2028 para S3 e S4
Camada 3	Fundos exclusivos de EFPC do segmento S1 e carteiras administradas de grande porte	Métricas de impacto, como pegada de carbono do portfólio quando aplicável, verificação externa da metodologia e alinhamento a cenários de temperatura	Horizonte posterior à consolidação das Camadas 1 e 2

Tabela 4. Termo de Referência ASG, TR-ASG, camadas de exigência por relevância do mandato. Fonte: Elaboração própria.

A experiência recente do próprio mercado brasileiro oferece um precedente de faseamento que este trabalho recomenda replicar. A Resolução CVM 193/2023 exigiu relatórios de sustentabilidade alinhados ao IFRS S1 e ao IFRS S2 apenas para companhias abertas de maior porte, com adoção diferenciada por faixa de tamanho ao longo do tempo. A recomendação deste trabalho é que a Camada 1 do TR-ASG seja exigível em prazo de dezoito a vinte e quatro meses após sua publicação, e que as Camadas 2 e 3 sigam horizonte mais longo, alinhado aos prazos já fixados pelo art. 368-D da Resolução PREVIC 26/2025, que estabelece 31 de dezembro de 2027 para EFPC dos segmentos S1 e S2 e 31 de dezembro de 2028 para os segmentos S3 e S4.

A viabilidade política do TR-ASG depende de sua construção conjunta, e não de sua imposição unilateral pelas EFPC contratantes ou pela PREVIC. A indústria de gestão de recursos brasileira não está hoje preparada para entregar de forma consistente a Camada 2 do TR-ASG, e uma exigência unilateral e simultânea, vinda de 268 EFPC com critérios potencialmente distintos entre si, tenderia a gerar custo de conformidade elevado sem ganho proporcional de qualidade de informação. O argumento mais eficaz para trazer a ANBIMA à construção do TR-ASG não é apenas regulatório, é comercial: um padrão nacional único de exigência ASG para mandatos

de EFPC protege os próprios gestores de terem que responder a centenas de exigências distintas de centenas de clientes institucionais, o que representa economia real de custo de conformidade para a indústria, e não apenas transparência adicional para o cliente. A recomendação deste trabalho é que o TR-ASG nasça como nota técnica conjunta entre PREVIC, ANBIMA e CNPC, e não como resolução unilateral, preservando a possibilidade de ajuste dos parâmetros de faseamento a partir do diálogo com a indústria.

Nenhum dos seis fundos internacionais analisados neste trabalho, CPP Investments, CalPERS, Ontario Teachers, ABP/APG, ATP e USS, precisou resolver um problema de fragmentação nessa escala, porque cada um deles é uma entidade única, de grande porte, que negocia diretamente com seus próprios gestores e prestadores de serviço. O sistema fechado brasileiro, com 268 entidades ativas de porte extremamente heterogêneo, enfrenta um problema estrutural que nenhum desses países precisou endereçar. Se a PREVIC, em articulação com a ANBIMA e o CNPC, conseguir construir um padrão nacional de materialidade para ativos diretos e um Termo de Referência ASG para prestadores de serviço, o sistema brasileiro terá resolvido, em escala nacional, um problema de coordenação que nenhuma das jurisdições estudadas neste trabalho enfrentou, e que pode se tornar, ele próprio, uma referência para outros sistemas de previdência fragmentados em número elevado de entidades de porte desigual.

6.4 Matriz de Implementação por Segmento S1–S4

A Tabela 2 sintetiza as expectativas mínimas de implementação por segmento, em linha com a proporcionalidade da Resolução PREVIC 26/2025:

Pilar / Dimensão	S1 (Maior porte)	S2	S3	S4 (Menor porte)
Diagnóstico Materialidade	Pleno – metodologia própria alinhada ao ISSB ou ESRS	Framework setorial padronizado	Simplificado com apoio ABRAPP	Check-list básico
Integração no Ciclo	Para todos os novos investimentos relevantes	Para investimentos >1% da carteira	Cláusulas ASG nos mandatos terceirizados	Cláusulas ASG nos mandatos
Engajamento / Stewardship	Política formal; voto documentado; coalizões	Engajamento via ABRAPP	Participação em programas coletivos	Não exigido

Pilar / Dimensão	S1 (Maior porte)	S2	S3	S4 (Menor porte)
Reporte ASG	Relatório anual alinhado ISSB S1/S2; metas verificáveis	Relatório com indicadores reduzidos	Disclosure básico de exposição setorial	Indicadores mínimos na PI
Incentivos internos	Metas ASG na remuneração variável	Formação obrigatória da diretoria	Capacitação do CD e CF	Sensibilização básica

Tabela 2. Matriz de implementação da dupla materialidade ASG por segmento (S1–S4). Fonte: Elaboração própria com base na Resolução PREVIC 26/2025 e benchmarks internacionais. Legenda de cores: verde escuro (S1) = máxima exigência; amarelo (S4) = mínimo exigível.

6.5 Indicadores de Monitoramento Propostos

Para que a implementação do framework possa ser supervisionada pela PREVIC e avaliada pelos participantes, propõe-se um conjunto de indicadores de monitoramento organizados em três dimensões:

Dimensão de Processo: proporção da carteira sujeita à análise formal de materialidade ASG; existência e qualidade da Política de Investimento Responsável; existência de programa formal de stewardship; percentual de votações em assembleias com fundamentação ASG documentada.

Dimensão de Resultado: variação anual da pegada de carbono implícita do portfólio; cobertura de dados ASG do portfólio (proporção dos ativos para os quais existem dados disponíveis); número de engajamentos formalizados com empresas investidas; evolução do alinhamento do portfólio com cenários de temperatura 1,5°C e 2°C.

Dimensão de Impacto: estimativa de toneladas de CO2e evitadas por investimentos em energia limpa e infraestrutura verde; estimativa de empregos apoiados em setores de transição sustentável; contribuição para os ODS relevantes (ODS 1, 3, 8, 10, 13 e 17).

6.6 Exemplo de Aplicação: Simulação em Carteira Teórica

Os pilares e os instrumentos propostos nas Seções 6.1 a 6.5 ganham mais clareza quando aplicados a um caso concreto, ainda que hipotético. O exercício a

seguir simula a aplicação do framework a uma EFPC fictícia, denominada EFPC Modelo, e não descreve o histórico real de nenhuma entidade específica. O objetivo não é demonstrar um resultado passado, o que seria trivial, mas demonstrar que os passos propostos são executáveis com os instrumentos e os dados que já existem hoje, e que o resultado é replicável por qualquer EFPC do sistema, independentemente de porte, porque depende de um procedimento e não de uma capacidade técnica rara.

A EFPC Modelo administra R$ 5 bilhões em ativos, está classificada no segmento S2 e tem sua carteira distribuída nas mesmas proporções médias do sistema reportadas pelo Consolidado Estatístico ABRAPP/SINDAPP de fevereiro de 2026, discutidas na Seção 4.1. Isso significa, em valores absolutos, aproximadamente R$ 940 milhões em títulos públicos federais detidos diretamente, R$ 30 milhões em crédito privado direto, R$ 3.275 milhões em fundos de renda fixa e multimercado, R$ 250 milhões em ações diretas, R$ 145 milhões em fundos de ações, e o restante distribuído entre estruturados, exterior, imóveis e operações com participantes.

No ponto de partida, antes da aplicação do framework, a EFPC Modelo não possui qualquer análise de materialidade ASG documentada, não solicita ao gestor dos fundos de renda fixa a composição por ativo final para fins além do enquadramento regulatório, não direciona parte do bloco soberano a títulos com rótulo verde ou sustentável do Tesouro Nacional, e não inclui cláusula ASG em nenhum contrato de gestão. Essa situação de partida é deliberadamente pessimista, mas compatível com o que a Seção 4.3 descreve como padrão predominante no sistema.

A aplicação do framework segue três passos. Primeiro, a EFPC Modelo solicita ao gestor de cada fundo de renda fixa a composição por ativo final que ele já produz para fins de enquadramento do art. 32 da Resolução CMN 4.994/2022. A classificação ANBIMA para fundos de renda fixa distingue subcategorias com piso de exposição a título público de 80% a 100%, Soberano e Grau de Investimento, mas não há dado agregado público sobre quanto das EFPC está concentrado nelas, o que torna mais honesto testar cenários de composição do que fixar um único número. Este exercício testa três cenários para os R$ 3.275 milhões em fundos de renda fixa: baixo, 40% soberano; médio, 65%; e alto, 90%, refletindo maior concentração nas subcategorias mais conservadoras. A Tabela 5 usa o cenário médio como referência, e a Tabela 6

reporta os três, para demonstrar que a conclusão não depende de um número específico. No cenário médio, a exposição soberana consolidada atinge R$ 3.069 milhões, 61,4% da carteira, sob a Camada 1 da Seção 6.2. Segundo, a EFPC Modelo aplica a Ficha de Materialidade ASG da Tabela 3 aos R$ 280 milhões de créditos privados e ações detidos diretamente, 5,6% da carteira, valor que não varia entre cenários por se referir a ativos fora de fundos. Terceiro, a EFPC Modelo define meta de 10% do bloco soberano consolidado em títulos com rótulo verde ou sustentável do Tesouro Nacional, por realocação gradual dentro da renda fixa, sem alterar o perfil de risco. No cenário médio, os R$ 1.146 milhões remanescentes do fundo, identificados como crédito privado ou outros ativos, permanecem sob responsabilidade do gestor, tratados pela Camada 2 do TR-ASG da Seção 6.3, e não por ficha preenchida diretamente pela EFPC.

O resultado simulado, apresentado na Tabela 5, não deve ser lido como uma previsão de resultado financeiro, e sim como uma demonstração de cobertura, de quanto da carteira passa a estar sob algum grau de análise de materialidade ASG depois da aplicação do procedimento, em contraste com a cobertura de partida. Os prazos indicados seguem os horizontes já discutidos nas Seções 6.2 e 6.3.

Métrica	Antes	Depois (simulado)	Prazo estimado
Exposição soberana identificada, direta e via look-through	18,8% da carteira	61,4% da carteira (cenário médio: 65% de composição soberana nos fundos de RF, dentro da faixa de 45,0% a 77,8% testada nos três cenários da Tabela 6)	Imediato, mediante solicitação ao gestor
Cobertura de análise de materialidade ASG sob responsabilidade direta da EFPC	0%	67,0% da carteira (61,4% soberano consolidado mais 5,6% de crédito privado e ações diretas)	18 a 24 meses
Alocação em títulos soberanos com rótulo verde ou sustentável	0% do bloco soberano	Meta de 10% do bloco soberano consolidado	12 meses
Créditos privados e ações diretas com Ficha de Materialidade preenchida	0%	100% desses ativos, equivalentes a 5,6% da carteira total	18 meses
Parcela dos fundos de RF sob responsabilidade do gestor, Camada 2 do TR-ASG	0%, sem exigência formal	22,9% da carteira, sob cláusula contratual de materialidade	Alinhado a 31/12/2027, art. 368-D da Res. PREVIC 26/2025

Métrica	Antes	Depois (simulado)	Prazo estimado
Cláusula ASG Camada 1 do TR-ASG em contratos de gestão	Inexistente	Presente em todos os mandatos	18 a 24 meses

Tabela 5. EFPC Modelo, simulação ilustrativa de cobertura ASG antes e depois da aplicação do framework proposto. Fonte: Elaboração própria, exercício hipotético.

Cenário	% do fundo de RF (R$ 3.275 mi) assumido soberano	Exposição soberana total: direta (R$ 940 mi) + via fundo (R$ milhões)	Exposição soberana total (% da carteira de R$ 5 bi)
Baixo	40%	R$ 2.250 milhões	45,0%
Médio (referência)	65%	R$ 3.069 milhões	61,4%
Alto	90%	R$ 3.888 milhões	77,8%

Tabela 6. EFPC Modelo, sensibilidade da exposição soberana consolidada a diferentes composições do fundo de renda fixa. Fonte: Elaboração própria, com base na classificação ANBIMA de fundos de renda fixa por subcategoria de risco de crédito. Nota: a segunda coluna é percentual apenas dos R$ 3.275 milhões do fundo de RF; a quarta coluna é percentual da carteira total de R$ 5 bilhões, já somando os R$ 940 milhões em títulos públicos detidos diretamente.

Para tornar tangível a fronteira entre o que o gestor entrega e o que a EFPC consolida, considere um fundo de renda fixa específico de R$ 500 milhões dentro da carteira da EFPC Modelo, sujeito à Camada 2 do TR-ASG por representar mandato relevante. O gestor, ao atender a exigência de composição por ativo final já obrigatória para fins de enquadramento do art. 32 da CMN 4.994/2022, reporta a composição resumida na Tabela 7.

Campo exigido do gestor	Exemplo de entrega	Uso pela EFPC
Composição por ativo final	62% NTN-B, 8% LFT, 22% debêntures de crédito privado, 8% CDB	Soberano, 70% do fundo, R$ 350 milhões, tratado pela Camada 1, sem ficha individual
Metodologia de materialidade e cobertura	Classificação setorial própria, cobertura de 95% do book de crédito privado	Insumo para a EFPC preencher a Ficha de Materialidade da Tabela 3 nos 30% restantes, R$ 150 milhões
Relatório de materialidade para posições relevantes	Detalhamento das 5 maiores posições de crédito privado, cada uma acima de 2% do fundo	EFPC usa o detalhamento como base, sem precisar refazer a análise setorial do zero
Fonte dos dados ASG e limitações	Provedor de dados X, com nota de cobertura parcial para emissores sem rating ESG próprio	EFPC registra a limitação na própria memória de decisão, sem necessidade de contratar segunda fonte

Tabela 7. Exemplo ilustrativo de entrega do gestor e consolidação pela EFPC, para um fundo de R$ 500 milhões sujeito à Camada 2 do TR-ASG. Fonte: Elaboração própria, exercício hipotético.

Desse exemplo, dois pontos ficam claros. Primeiro, dos R$ 500 milhões do fundo, R$ 350 milhões, 70%, ficam imediatamente cobertos pela Camada 1 assim que a EFPC recebe o dado que o gestor já é obrigado a produzir, sem nenhuma análise adicional. Segundo, apenas os R$ 150 milhões remanescentes exigem a Ficha de Materialidade da EFPC, e mesmo essa etapa se apoia no detalhamento que o próprio gestor já forneceu para as posições relevantes, e não em um levantamento feito do zero pela EFPC contratante.

Três pontos merecem destaque nas Tabelas 5 e 6. Primeiro, a maior parte do ganho de cobertura não depende de tecnologia ou equipe especializada, apenas de a EFPC exercer um direito de informação que a regulação já lhe confere. Segundo, os prazos simulados são compatíveis com o faseamento das Seções 6.2 e 6.3, o que significa que uma EFPC S3 ou S4 percorre o mesmo caminho, com profundidade simplificada, como na Tabela 2. Terceiro, e é o que a Tabela 6 demonstra, a conclusão qualitativa não depende da composição exata do fundo: mesmo no cenário mais conservador, 40% soberano, a exposição consolidada, 45,0% da carteira, já supera em mais do dobro a linha reportada no nível de veículo, 18,8%. É essa independência de porte e essa robustez à composição exata que tornam o exercício replicável, e não apenas ilustrativo.

7. CONCLUSÃO E RECOMENDAÇÕES

A trajetória dos grandes fundos de pensão da América do Norte e da Europa em relação à integração ASG e à dupla materialidade oferece uma lição que transcende a técnica: a mudança genuína não resulta de regulação por si só, nem de valores declarados por si só, mas da confluência de ambos, sustentada por incentivos organizacionais alinhados e por uma cultura de responsabilidade verificável.

O Brasil chegou a um ponto de inflexão. A Resolução CMN 5.202/2025 e a Resolução PREVIC 26/2025 estabeleceram o terreno normativo para que as EFPC avancem da retórica à substância na integração ASG. A questão não é mais 'se', mas 'como', e é nesse espaço que a experiência internacional, devidamente adaptada ao contexto brasileiro, tem mais a oferecer.

A dupla materialidade representa o horizonte para o qual o sistema brasileiro deve se orientar, não porque a regulação exigirá em breve, mas porque faz sentido econômico para investidores com passivo atuarial de décadas. Um fundo de pensão que investe hoje em empresas que degradam o capital natural e humano de suas regiões de operação está, em última análise, corroendo a base sobre a qual sustentará seus beneficiários amanhã.

Com base nas análises desenvolvidas neste trabalho, formulam-se as seguintes recomendações diferenciadas por público:

Para a PREVIC e o Conselho Monetário Nacional: (i) emitir nota orientativa esclarecendo a compatibilidade da dimensão de impacto (inside-out) da dupla materialidade com o dever fiduciário dos gestores de EFPC; (ii) conduzir, em parceria com a ABRAPP e a ANBIMA, um levantamento estruturado das práticas de reporte ASG já adotadas pelas EFPC, cabendo a essas entidades articular a participação de outras que considerarem pertinentes, de modo a identificar os elementos mais consolidados entre as entidades mais avançadas e, a partir deles, construir um piso mínimo de orientações por segmento S1–S4, preservando a liberdade de cada EFPC para ir além do piso conforme sua própria maturidade e apetite de investimento responsável; (iii) incluir indicadores de qualidade da integração ASG no processo de supervisão baseada em risco, com pontuação na metodologia de rating de entidades.

Para as EFPC de Segmento S1 e S2: (i) constituir ou fortalecer a estrutura de Investimento Responsável com profissional dedicado e reporte ao Diretor de Investimentos; (ii) adotar framework de dupla materialidade, ainda que simplificado, para novos investimentos relevantes, documentando explicitamente as conclusões na memória de decisão; (iii) publicar relatório de sustentabilidade do investimento com métricas verificáveis e metas de médio prazo; (iv) aplicar a Ficha de Materialidade de forma proporcional a cada segmento de aplicação previsto pela CMN 4.994/2022, com atenção redobrada à concentração de risco em ativos de crédito vinculados a projeto único.

Para a ABRAPP e entidades setoriais: (i) desenvolver programa de capacitação em dupla materialidade escalonado por segmento, com módulos específicos para conselheiros e diretores de EFPC menores; (ii) criar plataforma

coletiva de coleta e compartilhamento de dados ASG das empresas do portfólio das EFPC, reduzindo o custo individual de implementação; (iii) constituir coalizão brasileira de engajamento ativo de fundos de pensão, à semelhança do Climate Action 100+ internacional, focada em empresas de alta exposição nos portfólios do sistema.

A história dos fundos de pensão que hoje lideram globalmente na integração ASG não é uma história de fácil linearidade. O que esses fundos têm em comum não é a ausência de contradições, mas a coragem de enfrentá-las publicamente e a humildade de aprender iterativamente. As EFPC brasileiras estão onde esses fundos estavam há dez ou quinze anos, com a vantagem de não precisarem percorrer sozinhas o mesmo caminho. O conhecimento acumulado está disponível, a janela regulatória está aberta, e o que o sistema precisa agora é transformar essa conjuntura favorável em uma agenda de implementação concreta, ambiciosa e verificável.

Este trabalho reconhece, como limitação, que a agenda de dupla materialidade aqui proposta é construída a partir da perspectiva de gestores, EFPC e reguladores, sem verificação direta junto aos participantes sobre em que medida essa agenda corresponde às suas próprias prioridades, uma lacuna que estudos futuros, com participação de associações de participantes, poderiam preencher.

REFERÊNCIAS

ABP/APG. Annual Report 2024: Sustainable Investing in a Changing World. Heerlen: APG Asset Management, 2024.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (ABRAPP). Consolidado Estatístico do Sistema. São Paulo: ABRAPP/SINDAPP, fevereiro de 2026.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (ANBIMA). Classificação de Fundos de Investimento: Nova Classificação, Visão Geral e Nova Estrutura. São Paulo: ANBIMA, 2015.

ABRAPP/SINDAPP. Resultados do Sistema 2025: Rentabilidade de 13,45% e superávit de R$ 17,4 bilhões. São Paulo: ABRAPP, abril de 2026.

ARBEJDSMARKEDETS TILLÆGSPENSION (ATP). Annual Report 2024. Hillerød: ATP, 2024.

BRASIL. Lei Complementar nº 109, de 29 de maio de 2001. Dispõe sobre o Regime de Previdência Complementar e dá outras providências.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. Resolução CMN nº 4.994, de 24 de março de 2022.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. Resolução CMN nº 5.202, de 27 de março de 2025.

BRASIL. PREVIC. Resolução PREVIC nº 23, de 14 de agosto de 2023.

BRASIL. PREVIC. Resolução PREVIC nº 26, de 16 de dezembro de 2025.

CALIFORNIA PUBLIC EMPLOYEES' RETIREMENT SYSTEM (CALPERS). Investments: Fiscal Year 2024–25 Preliminary Results. Sacramento: CalPERS, julho de 2025.

CALPERS. Global Governance Principles. Sacramento: CalPERS, 2024.

CPP INVESTMENTS. Annual Report 2025: Investing for Canadians. Toronto: CPPIB, 2025.

CPP INVESTMENTS. Policy on Sustainable Investing. Toronto: CPPIB, novembro de 2025.

CPP INVESTMENTS. Report on Sustainable Investing 2023. Toronto: CPPIB, 2023.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Resolução CVM nº 193, de 9 de novembro de 2023.

DIMSON, E.; MARSH, P.; STAUNTON, M. Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2023. Zurique: Credit Suisse Research Institute, 2023.

ECCLES, R. G.; KLIMENKO, S. The Investor Revolution: Shareholders Are Getting Serious About Sustainability. Harvard Business Review, maio-junho 2019.

EUROPEAN FINANCIAL REPORTING ADVISORY GROUP (EFRAG). ESRS 1, General Requirements (Delegated Regulation EU 2023/2772). Bruxelas: EFRAG, 2023.

EFRAG; ISSB. Interoperability Guidance: ESRS–IFRS Sustainability Disclosure Standards. Bruxelas/Londres: EFRAG/IFRS Foundation, maio 2024.

EUROPEAN COMMISSION. Directive (EU) 2022/2464, Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD). Jornal Oficial da UE, dezembro 2022.

HAWLEY, J. P.; WILLIAMS, A. T. The Rise of Fiduciary Capitalism. Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 2000.

IFRS FOUNDATION. IFRS S1 – General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information. Londres: ISSB, junho 2023.

IFRS FOUNDATION. IFRS S2 – Climate-related Disclosures. Londres: ISSB, junho 2023.

KAY, J. The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making. Londres: HM Government, 2012.

ONTARIO TEACHERS' PENSION PLAN. 2025 Annual Report. Toronto: OTPP, março de 2026.

PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT (PRI). Annual Report 2024. Londres: PRI, 2024.

SUSTAINALYTICS. Getting to Impact: Integrating Double Materiality in Responsible Investment Strategies. Amsterdam: Morningstar Sustainalytics, setembro 2024.

TASK FORCE ON CLIMATE-RELATED FINANCIAL DISCLOSURES (TCFD). Final Report. Basel: FSB/TCFD, 2017.

UNEP FINANCE INITIATIVE. A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment ('Freshfields Report'). Genebra: UNEP FI, 2005.

UNIVERSITIES SUPERANNUATION SCHEME (USS). Investment Report and Responsible Investment Review 2024. Liverpool: USSIM, 2024.

NOTAS DE RODAPÉ

1 PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT (PRI). Annual Report 2024. Disponível em: https://www.unpri.org. Acesso em: maio 2026.

2 IFRS S1, General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information, e IFRS S2, Climate-related Disclosures. ISSB, junho de 2023. Disponível em: https://www.ifrs.org/groups/international-sustainability-standards-board.

3 Directive (EU) 2022/2464 do Parlamento Europeu, Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD), publicada no Jornal Oficial da UE em 16 de dezembro de 2022. Os ESRS foram adotados por Regulamento Delegado da Comissão (EU) 2023/2772.

4 HAWLEY, J. P.; WILLIAMS, A. T. The Rise of Fiduciary Capitalism: How Institutional Investors Can Make Corporate America More Democratic. University of Pennsylvania Press, 2000.

5 Climate Action 100+. Progress Report 2024. Disponível em: https://www.climateaction100.org.

6 ECCLES, R. G.; KLIMENKO, S. The Investor Revolution: Shareholders Are Getting Serious About Sustainability. Harvard Business Review, maio-junho de 2019.

7 CPP Investments. Net Assets Total $714.4 Billion at 2025 Fiscal Year End. Comunicado à imprensa, 21 de maio de 2025. Disponível em: https://www.cppinvestments.com.

8 CalPERS. CalPERS Announces Preliminary 11.6% Return for 2024–25 Fiscal Year. Comunicado, 14 de julho de 2025. Disponível em: https://www.calpers.ca.gov.

9 Ontario Teachers' Pension Plan Board. Ontario Teachers' Announces Positive 2025 Results. Comunicado, março de 2026. Disponível em: https://www.otpp.com.

10 APG Asset Management. Annual Report 2024. Disponível em: https://www.apg.nl.

11 ABRAPP/SINDAPP. Consolidado Estatístico, edição de fevereiro de 2026. Rentabilidade EFPC de 13,45% em 2025 e patrimônio total de R$ 1,4 trilhão (fevereiro de 2026). São Paulo: ABRAPP, 2026.

12 ADITUS INVESTIMENTOS. Reportagem ‘ASG quer ir da teoria à prática’, com declarações de consultor da Aditus. Revista Investidor Institucional, junho de 2025. Disponível em: https://investidorinstitucional.com.br.

13 PPS PORTFOLIO PERFORMANCE. ‘Maior desafio dos fundos de pensão é se libertar do CDI’, entrevista com CEO da PPS Portfolio Performance. Funds Society Brasil, novembro de 2024. Disponível em: https://www.fundssociety.com.