

São Paulo, 14 de abril de 2021.

À

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

SUPERINTENDÊNCIA DE DESENVOLVIMENTO DE MERCADO - SDM

Sr. Antonio Carlos Berwanger

(por e-mail para audpublicaSDM820@cvm.gov.br)

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 8/20

I. INTRODUÇÃO

Inicialmente, parabeniza-se essa D. Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) pela iniciativa de modernizar a regulação dos fundos de investimento, por incentivar a participação do mercado no debate e discutir abertamente as razões que fundamentaram a proposta apresentada no Edital de Audiência Pública SDM nº 8/20.

As contribuições apresentadas nesta manifestação concentram-se em sugestões para aprimoramento das disposições relativas ao Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Socioambiental (“FIDC Socioambiental”), entendidos como aqueles que investem, preponderantemente, em direitos creditórios que originem impactos nas áreas ambiental, social ou de governança corporativa (“ASG”).

O FIDC Socioambiental poderá ser um veículo de grande utilidade para o fomento à agricultura e pecuária sustentáveis, redução do desmatamento ilegal, rentabilização de serviços ecossistêmicos, alternativas de transporte de pessoas e mercadorias, transição energética, economia circular.

Vislumbrando este potencial, esta manifestação adota as seguintes diretrizes:

- aprimoramento da transparência na política de investimento do FIDC Socioambiental (i) viabilizando o *suitability* socioambiental (oferecendo informações para que o próprio investidor julgue se o produto financeiro em questão está alinhado aos seus propósitos socioambientais, bem como possa identificar com clareza os fatores ASG incorporados na carteira do FIDC Socioambiental, permitindo que o investidor os considere em sua análise financeira¹); e (ii) delimitando o dever fiduciário dos prestadores de serviço do FIDC Socioambiental, sem, contudo, restringir ou definir o conceito de investimento socioambiental (que seria prematuro considerando o atual estágio de desenvolvimento deste segmento no mercado doméstico²);
- estabelecimento de regramento flexível para o reenquadramento da carteira do FIDC Socioambiental, desincentivando a originação predatória de créditos socioambientais e mitigando o risco de conflito de agência; e
- aprimoramento das disposições relativas à certificação externa da originação de benefícios de natureza socioambiental, adotando cuidados para que as sugestões apresentadas não onerem excessivamente a estrutura do FIDC Socioambiental e sirvam para mitigar o risco de *greenwashing* e o risco decorrente de situações de conflito de interesses.

As contribuições desta manifestação, orientadas pelos pilares acima, buscam endereçar, nos dispositivos normativos do FIDC Socioambiental, questões já levantadas no exterior, bem como outras situações que razoavelmente podem ser antecipadas.

¹ Há uma vertente de investidores que incorpora aspectos ASG na avaliação financeira de investimentos, reconhecendo existir um impacto direto dos riscos socioambientais na performance (atual e futura) da empresa ou ativo analisado. Contudo, não se pode ignorar a existência de investidores que, por outro lado, buscam externalidades socioambientais positivas a partir de investimentos realizados por uma análise que não considera estes aspectos ASG.

² Vide estudo publicado pela ANBIMA em janeiro de 2020: “*A implementação de investimentos ASG no Brasil ainda está em estágio inicial. Apesar de grande parte dos gestores que participaram da 2ª Pesquisa de Sustentabilidade, publicada pela ANBIMA em 2018, considerarem o potencial impacto de questões ASG em seu processo de investimento, somente uma pequena parte conta com uma área específica (11%), ou com funcionário diretamente envolvidos (18%), ou então adota um comitê específico (5%) para avaliar investimentos ASG.*” (p. 14).

Disponível em:

<https://www.anbima.com.br/data/files/1A/50/EE/31/BFDEF610CA9C4DF69B2BA2A8/ANBIMA-Guia-ASG-2019.pdf>

II. REDAÇÃO PROPOSTA

Nesta seção encontram-se as sugestões para aprimoramento do Art. 4º e seguintes e do Art. 76 do Anexo Normativo II da Resolução, destacando em marcas os ajustes propostos.

(...)

Art. 4º Somente ~~a classe de cotas de~~ FIDC que invista preponderantemente em direitos creditórios que gerem benefícios socioambientais pode utilizar o termo “Socioambiental”, “Sustentável”, “Impacto Social”, “ASG”, “ESG”, bem como outras expressões correlatas, relacionadas a sua política de investimento, em sua denominação.

~~Parágrafo único~~ § 1º. O regulamento do FIDC referido no *caput* deste Art. 4º deverá, em acréscimo às matérias dispostas no Art. 26 deste Anexo II e no Art. 44, § 1º da Resolução, dispor sobre:

I – os objetivos socioambientais que o gestor da carteira de ativos pretende atingir com a alocação dos recursos do FIDC, caso seja indicado mais de um objetivo socioambiental perseguido pelo FIDC a sua denominação deverá conter o sufixo “Multiestratégia”;

II – os critérios de elegibilidade e as condições de cessão, quando aplicáveis, a serem observados pelo gestor da carteira, nos termos do Art. 39, II, “b” deste Anexo II, para aquisição de direitos creditórios que gerem benefícios socioambientais;

III – o prazo para reenquadramento da carteira do FIDC para atender ao disposto no *caput* deste Art. 4º, que não poderá ser superior a 180 (cento e oitenta) dias; e

IV – indicação de eventual fator de risco adicional relacionado à política de investimento com viés socioambiental.

§ 2º. O FIDC de que trata o *caput* do Art. 4º está dispensado do cumprimento do limite de concentração por devedor ou coobrigado previsto no Art. 48 deste Anexo.

§3º. Caso a carteira do FIDC não seja reenquadrada dentro do prazo previsto no seu regulamento, o administrador deverá convocar assembleia geral de cotistas para decidir sobre uma das seguintes alternativas:

I – eliminação do termo adotado pelo FIDC para indicar, em sua denominação social, que sua política de investimento consiste na aquisição preponderante de direitos creditórios que gerem benefícios socioambientais; ou

II – liquidação do FIDC.

§ 4º. Caso os cotistas reunidos em assembleia, nos termos do inciso I do §3º acima, deliberarem pela não liquidação do FIDC, é assegurado o resgate total das cotas dos cotistas dissidentes que o solicitarem.

§ 5º. A originação de benefícios socioambientais deve ser verificada a partir de relatório de segunda opinião ou certificação de padrões com metodologias reconhecidas internacionalmente para este fim, bem como deverá ser atestado que a originação dos referidos benefícios socioambientais não é causa, materialmente relevante, de prejuízos socioambientais em outras esferas.

§ 6º. O relatório de segunda opinião referido no § 5º acima deverá ser emitido por empresa especializada de avaliação de impacto socioambiental a ser contratada pelo administrador, em nome do FIDC, e deverá ser elaborado observando o seguinte:

I – a empresa especializada de certificação socioambiental deverá exercer suas atividades com probidade, boa-fé, ética profissional, integridade, objetividade e diligência devendo evitar a emissão de qualquer relatório que:

- a) contenha declarações ou informações falsas; e
- b) induza o público a erro com relação à originação dos impactos socioambientais.

II – o relatório deverá ser elaborado em linguagem simples, clara, objetiva e concisa e deve conter:

- a) descrição sobre o escopo da avaliação;
- b) as credenciais do avaliador;
- c) a metodologia adotada;
- d) apresentação das conclusões acompanhadas de eventuais limitações da análise;
- e) a data de emissão do relatório, data da última atualização e periodicidade de atualização, conforme aplicável; e
- f) declaração de ausência de conflito de interesses com o FIDC e os seus prestadores de serviços essenciais, observado o disposto no § 7º abaixo.

§ 7º. São exemplos de situações consideradas como hipóteses de conflito de interesses envolvendo a empresa especializada de avaliação de impacto socioambiental, o FIDC e seus prestadores de serviços essenciais:

I – caso a empresa especializada de avaliação de impacto socioambiental, os analistas responsáveis pela avaliação do impacto socioambiental, seus cônjuges, dependentes ou companheiros, tenham, direta ou indiretamente, interesses financeiros e comerciais relevantes em relação a originação de impactos socioambientais dos direitos creditórios avaliados; e

II - caso a empresa especializada de avaliação de impacto socioambiental, os analistas responsáveis pela avaliação do impacto socioambiental tenham vínculo com o FIDC ou seus prestadores de serviços essenciais.

§ 8º. É vedada a emissão de relatório pela empresa especializada de avaliação de impacto socioambiental:

I – com a finalidade de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida;

II – que omita informação sobre a existência de conflito de interesses; e

III – em que seja condicionada a remuneração da empresa de avaliação de impacto socioambiental ao resultado do relatório.

§ 8º. O relatório de segunda opinião indicado no § 5º acima será dispensado caso os direitos creditórios adquiridos pelo FIDC sejam originados por companhias abertas que divulguem relatórios de sustentabilidade ou documentos equivalentes, tenham indicadores-chave de desempenho para questões ambientais e sociais e sejam acompanhados de certificação externa, desde que os direitos creditórios adquiridos pelo fundo estejam relacionados a tais matérias.

(...)

Art. 76. Em acréscimo aos encargos dispostos no art. 100 da Resolução, podem constituir encargos dos fundos de investimento categorizados na forma deste Anexo I as seguintes despesas, que podem ser deles debitadas diretamente:

I – taxa de performance;

II – taxa máxima de distribuição;

III – taxa de custódia;**e**

IV – montantes devidos a fundos investidores, na hipótese de acordo de remuneração com base na taxa de administração, taxa de gestão e taxa de performance;**e**

V – exclusivamente para os FIDC que utilizem o termo “Socioambiental”, “Sustentável”, “Impacto Social”, “ASG”, “ESG”, bem como outras expressões correlatas, em sua denominação, os custos decorrentes da contratação da empresa especializada de avaliação de impacto socioambiental para emissão de relatórios de segunda opinião sobre a originação de benefícios socioambientais, exceto na hipótese do §8º do Art. 4º.

(...)

A fundamentação das sugestões acima está organizada na seção III abaixo.

III. FUNDAMENTAÇÃO

A atribuição do rótulo ASG em produtos financeiros ainda não possui padronização regulatória e, como se observa com os *Green Bonds*, o mercado acaba se respaldando em iniciativas de instituições não governamentais que indicam requisitos básicos para emissões deste tipo, buscando conferir mais transparência para emissores e investidores³. Diante deste cenário, é proativa e elogiosa a iniciativa da CVM de disciplinar a adoção do rótulo ASG no âmbito dos FIDC.

As contribuições aqui apresentadas procuram definir os requisitos normativos básicos do FIDC Socioambiental, permitindo que os investidores possam selecionar o produto que lhes seja mais adequado, seja do ponto de vista econômico, de risco ASG bem como de propósitos socioambientais. Ressalta-se, desde já, que a intenção não é definir o conceito de investimento ASG ou as estratégias que devem ser incorporadas na política de investimento do FIDC Socioambiental, que seria prematuro e poderia engessar o desenvolvimento deste segmento do mercado.

III.I. DENOMINAÇÃO

O texto originalmente proposto pela CVM indica a possibilidade de adoção do termo “*Socioambiental*” na denominação do FIDC que invista preponderantemente em direitos creditórios que gerem benefícios socioambientais. O termo parece, de fato, adequado.

Contudo, a minuta não trouxe a possibilidade de adoção de outras expressões correlatas – tais como sustentável, impacto, social, ESG, ASG etc. – que podem ser úteis para apresentar (superficialmente) ao público-alvo os aspectos da política de investimento do FIDC Socioambiental.

O ajuste proposto no *caput* do Art. 4º (conforme indicado na seção II acima), tem por objetivo, também, reforçar a segurança jurídica desta categoria, ao esclarecer que a

³ “Up until now, the green bond market has been developing in a voluntary bottom-up manner with no mandatory top-down regulations. Moreover, there have been no commonly accepted transparency frameworks and the issuers were free to label their bonds as ‘green’ and define their own procedures at their own discretion. In the absence of regulations, several ongoing initiatives have emerged to attempt to create an industry-led overarching framework of principles and guidelines aimed at fostering greater transparency for both issuers and investors. The Green Bond Principles (GBP) appears to be the most consensual initiative focusing on transparency procedures.” INSTITUTE FOR CLIMATE ECONOMICS, *Beyond transparency: unlocking the full potential of green bonds*. Junho, 2016. (p. 16)

Disponível em: https://www.i4ce.org/wp-core/wp-content/uploads/2016/06/I4CE_Green_Bonds-1.pdf

adoção de qualquer termo correlato ao “*Socioambiental*” na denominação do FIDC dependerá do cumprimento dos demais requisitos indicados no Art. 4º do Anexo Normativo II. Prevenindo, assim, a geração de dúvidas com relação à possibilidade de adoção de expressões correlatas (e não propriamente “*Socioambiental*”) por outros FIDC que eventualmente não atendam aos requisitos da norma.

III.II. OBJETIVO DO FUNDO E POLÍTICA DE INVESTIMENTO

A proposta de inclusão de informações básicas que devem constar no regulamento do FIDC Socioambiental tem por objetivo incrementar a transparência sobre o objeto do fundo e sua política de investimento, permitindo ao investidor avaliar se os fatores ASG que são relevantes em sua análise financeira estão incorporados em determinado FIDC Socioambiental e se os seus propósitos socioambientais serão atendidos através daquele investimento.

Entende-se que, para o crescimento sustentável do mercado de investimentos ASG, é recomendável adotar padrões elevados de transparência para atrair investidores e conquistar a sua confiança⁴.

Importante destacar, novamente, as sugestões aqui apresentadas não se configuram como restrições normativas ao conceito de investimento socioambiental. Elas apenas preveem obrigações de esclarecimento, aos investidores, sobre as estratégias a serem

⁴ Vale traçar um paralelo com a valorização da transparência frente a crescente adoção de diretrizes ASG em análises de investimento, neste sentido, há uma recomendação do IBRI para que companhias adotem uma postura proativa para explicar os fatores ASG incorporados pela empresa aos seus investidores, conforme se verifica em: “*Alguns analistas e investidores acreditam que diretrizes mais restritivas propostas pelos Investimentos Responsáveis podem provocar uma redução na diversificação do portfólio de investimento, inclusive contrariando as obrigações fiduciárias. Para esta argumentação vale ressaltar que a ideia envolvida com Investimentos Responsáveis é basicamente o oposto. É sim proporcionar a identificação de riscos não antes identificados nas empresas, que poderão trazer as melhores respostas para os desafios futuros alinhados com o desenvolvimento sustentável. Com isto, a área de RI poderá se tornar a linha de frente das informações diferenciadas para estes analistas. Caberá às empresas e às suas áreas de RI serem claras em relação às informações prestadas ao mercado, conversando estreitamente com os relatórios de sustentabilidade, por exemplo.*” em INSTITUTO BRASILEIRO DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES (IBRI). *Cadernos IBRI – Série Sustentabilidade: Os Investimentos Responsáveis e os desafios para o RI*. Disponível em: http://www.ibri.com.br/Upload/Conteudo/IBRI_Caderno_2.pdf

E ainda, conforme a inteligência da indicação constante do guia de sustentabilidade publicado pela B3: “*Para conquistar a confiança dos stakeholders é preciso ser transparente. E a melhor maneira de prestar contas é por meio da publicação de relatórios – ou relatos. As empresas de capital aberto já devem publicar em jornal e enviar todo início de ano à CVM o relatório da administração, prestando contas, principalmente, dos resultados financeiros do exercício anterior. Ao mesmo tempo, tem sido prática crescente a publicação dos chamados relatórios de sustentabilidade, com o relato detalhado das informações sociais, ambientais e de governança corporativa, idealmente relacionadas aos aspectos econômicos. Mais do que peças de diálogo, essas publicações podem ser utilizadas como ferramenta de gestão, auxiliando a empresa no monitoramento e na divulgação de indicadores, e na articulação da estratégia, da governança e da gestão da sustentabilidade de maneira consistente.*” em BRASIL, BOLSA, BALCÃO (B3), *Novo Valor – Sustentabilidade nas Empresas: como começar, quem envolver e o que priorizar*. 2016, disponível em: <http://www.b3.com.br/data/files/1A/D7/91/AF/132F561060F89E56AC094EA8/Guia-para-empresas-listadas.pdf>

perseguidas pelo gestor para atingir os objetivos ASG do FIDC Socioambiental. Reconhece-se que o segmento de investimentos responsáveis ainda está em desenvolvimento, de modo que uma regulação estanque poderia prejudicar o seu crescimento no Brasil, visão que parece ser partilhada pela CVM, conforme se verifica da redação originalmente proposta para o FIDC Socioambiental no Anexo Normativo II.

É reconhecida a existência de uma classificação de estratégias para realização de investimentos sustentáveis, indicada pela *Global Sustainable Investment Alliance* (GSIA), que se baseia nas seguintes categorias⁵: (i) triagem com viés excludente (processo de seleção de ativos excluindo determinados setores, companhias ou práticas baseado em fatores ASG); (ii) triagem *best-in-class* (seleção de empresas ou projetos que apresentam melhor performance ASG em comparação com os seus pares); (iii) triagem baseada em normas internacionais (seleção com base no atendimento a princípios de normas internacionais emitidas pela OECD, ILO, UN e UNICEF); (iv) integração de fatores ASG no âmbito da análise financeira; (v) temática (investimentos voltados para setores ou segmentos específicos relacionados à sustentabilidade); (vi) investimento de impacto (voltados para gerar benefícios sociais ou ambientais); e (vii) engajamento societário (uso do poder societário para influenciar o comportamento corporativo guiado por diretrizes ASG).

Em complemento, existem os Objetivos do Desenvolvimento Sustentável, concebidos em 2015 pelas Nações Unidas, que norteiam o tema de investimentos responsáveis ligados a: (i) erradicação da pobreza; (ii) fome zero; (iii) boa saúde e bem-estar; (iv) educação de qualidade; (v) igualdade de gênero; (vi) água limpa e saneamento; (vii) energia acessível e limpa; (viii) emprego digno e crescimento econômico; (ix) indústria, inovação e infraestrutura; (x) redução das desigualdades; (xi) cidades e comunidades sustentáveis; (xii) consumo e produção responsáveis; (xiii) combate às alterações climáticas; (xiv) vida debaixo d'água; (xv) vida sobre a terra; (xvi) paz, justiça e instituições fortes; (xvii) parcerias em prol das metas.

Por mais que estes trabalhos de conceituação de objetivos e estratégias ASG possam dialogar com dispositivos normativos disciplinando o objeto do FIDC Socioambiental e sua política de investimento, não parece adequado que a norma brasileira incorpore expressamente estas diretrizes como requisito para utilização do rótulo “*Socioambiental*”. Pelo ponto de vista regulatório, parece mais eficiente que a norma se restrinja a exigir a divulgação expressa do objetivo socioambiental do fundo e as diretrizes adotadas para a sua execução,

⁵ Adaptado livremente, sugere-se a consulta ao 2018 Global Sustainable Investment Review disponível em: [GSIR_Review2018F.pdf \(gsi-alliance.org\)](https://gsi-alliance.org/GSIR_Review2018F.pdf)

quaisquer que sejam as estratégias que venham a ser adotadas pelo gestor⁶, sem que a norma indique um rol exaustivo ou mesmo exemplificativo.

Por fim, vale destacar, a ANBIMA em seu “*Guia ASG*” elaborou recomendações para a construção de uma política de investimento ASG. As disposições configuram-se como um ótimo norte para os gestores. Porém, igualmente, não parece adequado incorporar tais disposições na regulamentação da CVM para os FIDC Socioambientais.

Verificando os três artigos propostos pela entidade de autorregulação⁷, pode-se extrair os pilares de transparência ao investidor, mecanismos de acompanhamento e diligência. Alinhadas com estas finalidades, as sugestões apresentadas nesta manifestação atendem aos mesmos princípios, sem restringir conceitos, onerar excessivamente a estrutura jurídica do FIDC Socioambiental ou engessar o seu futuro desenvolvimento.

⁶ Sobre estratégia de investimento com foco ASG vale destacar o posicionamento da ANBIMA: “*Não existe uma solução única, cabe ao gestor/investidor adequá-las às suas necessidades, tornando-a mais simples ou mais complexa. Além disso, pode ser escolhida mais de uma estratégia – é comum a utilização de mais de um tipo como forma complementar. Há casos em que a decisão de investimento em um determinado ativo estará involuntariamente de acordo com mais de um tipo de estratégia.*” (p.9). Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/1A/50/EE/31/BFDEF610CA9C4DF69B2BA2A8/ANBIMA-Guia-ASG-2019.pdf>

⁷ Art. 1. O gestor de recursos que queira implementar os aspectos ASG em suas análises de investimento deve divulgar, de forma clara e objetiva, como os critérios são incorporados na política de investimento, contendo as regras, os procedimentos e os controles para a implementação e manutenção desse tipo de investimento. É recomendável que o documento contenha, no mínimo, as seguintes informações:

- I – Lista dos fundos que aderem à política ASG;
- II – Total de ativos ASG sob gestão;
- III -Funcionários responsáveis pela análise e gestão ASG, bem como atribuição das responsabilidades;
- IV. Fatores ASG que são considerados relevantes e que são foco dos investimentos;
- V. Indicadores utilizados para avaliar as questões ASG;
- VI. Procedimentos adotados para aquisição e monitoramento dos ativos ASG;
- VII. Governança adotada e tratativas implementadas, incluindo política de voto e os critérios para o desinvestimento dos ativos que desenquadrem os requisitos previstos na política de investimento ASG;
- VIII. Periodicidade de revisão da política de investimento da gestora.

§1º. Sem prejuízo de sua responsabilidade, o gestor de recursos pode contratar terceiros para auxiliar na avaliação ou no acompanhamento dos aspectos ASG dos ativos sob gestão, devendo realizar, para essa contratação, prévia e criteriosa análise de seleção dos contratados.

§2º. O documento deve ser revisto de forma periódica e, sempre que as condições, o ambiente e os pressupostos nos quais ele se baseia se alterarem de forma significativa e relevante, seu conteúdo deve ser readequado.

Art. 2. Sem prejuízo de suas responsabilidades, o gestor de recursos pode constituir comitê ou organismo que seja responsável por aprovar as aquisições e o monitoramento de ativos de ASG para os fundos de investimento sob sua gestão.

Parágrafo único: caso seja instaurado o comitê ou organismo de que trata o caput, é recomendável:

- I. Estabelecer forma de reporte, incluindo hierarquia e alçada;
- II. Definir a periodicidade em que as reuniões serão realizadas;
- III. Documentar as decisões e deliberações tomadas;
- IV. Arquivar os documentos que fundamentaram as decisões.

Art. 3. É recomendável que a instituição responsável por essa política de que trata o caput publique em seu site o documento e mantenha-o atualizado, informando a data de vigência, bem como a data da última revisão.

III.III. PECULIARIDADES DO INVESTIMENTO SOCIOAMBIENTAL

O crescente número de produtos financeiros com rótulo verde, socioambiental, ESG, ASG, sustentável, entre outros, é uma resposta da indústria ao aumento na demanda por esta categoria de produtos, que deve se intensificar nos próximos anos, conforme o estudo do *Bank of America Merrill Lynch* referenciado pela ANBIMA: “em uma análise conservadora, (...) essa nova geração de investidores alocará entre US\$15 e US\$20 trilhões em fundos com políticas ASG nas próximas décadas”⁸.

Um estudo realizado por David Uzsoki e divulgado pelo *International Institute for Sustainable Development* (IISD) em 2020⁹ procurou identificar as razões pelas quais os agentes realizavam investimentos sustentáveis. O público analisado foi dividido em duas grandes categorias: investidores privados (considerados investidores de varejo e indivíduos de alta renda) e investidores institucionais (fundos soberanos, companhias seguradoras, fundos de pensão, fundos de investimento e outros participantes sofisticados). Em resumo, o estudo apontou os seguintes motivadores:

- Investidores Privados: demanda por investimentos em linha com seus valores morais e pessoais.
- Investidores Institucionais: (i) demanda para a integração de princípios sustentáveis; (ii) observância a políticas de risco, decorrente de novas regulações endereçando preocupações socioambientais; e (iii) precificação de riscos socioambientais e reconhecimento de sua materialidade financeira.

Entende-se que a tutela dos interesses dos investidores deve ser o critério orientador para a intervenção regulatória em matéria de mercado de capitais. A partir dos motivadores indicados acima e pela diversidade de estratégias possíveis para se alcançar tais objetivos, sugere-se que a norma adote a via de valorização da transparência.

Alinhado com o entendimento acima, a *Securities and Exchange Commission* (SEC) recentemente indicou que a imprecisão da indústria com relação à definição do conceito ASG pode criar confusão junto aos investidores, caso os fundos não esclareçam como eles

⁸ Disponível em:

<https://www.anbima.com.br/data/files/1A/50/EE/31/BFDEF610CA9C4DF69B2BA2A8/ANBIMA-Guia-ASG-2019.pdf>

⁹ Disponível em: <http://www.jstor.com/stable/resrep22000.5>

definem o seu objeto ASG e quais são as diretrizes ou estratégias ASG por eles adotadas¹⁰. O caminho que parece eficiente, para o momento, é exigir que cada FIDC Socioambiental deixe claro aos seus cotistas, em seu próprio regulamento, as diretrizes ASG que serão adotadas e os seus objetivos socioambientais¹¹.

III.II.II. DELIMITAÇÃO DO DEVER FIDUCIÁRIO

Entende-se que a sugestão de aprimoramento nas disposições sobre o regulamento do FIDC Socioambiental deverá contribuir para o aumento da transparência aos investidores e, com isso, torna-se relevante para definir os limites dos deveres fiduciários dos prestadores de serviço do FIDC Socioambiental.

Esta categoria de FIDC deverá investir em direitos creditórios a partir de uma seleção que incorpora aspectos ASG e/ou procura originar benefícios socioambientais a partir dos seus investimentos. Isto significa dizer que, no momento de alocação de recursos, devem ser considerados pelo gestor fatores que não são exclusivamente financeiros¹², o que pode deixar subjetiva a verificação da adequação da conduta dos prestadores de serviço frente aos interesses dos investidores, caso os critérios de elegibilidade ou os objetivos do FIDC Socioambiental não estejam claros.

Pela regra geral, o administrador de carteira de valores mobiliários deve desempenhar suas atribuições de modo a atender aos objetivos de investimento de seus clientes¹³. No caso de investimentos com viés socioambiental é preciso reconhecer que os investidores estão em busca de retorno de capital (i) alinhado com a geração de impactos socioambientais (seja por interesses pessoais e morais) e/ou (ii) a partir de uma análise econômica que considera

¹⁰ Neste sentido, vale observar a indicação da SEC: “*This rapid growth in demand, increasing number of ESG products and services, and lack of standardized and precise ESG definitions present certain risks. For instance, the variability and imprecision of industry ESG definitions and terms can create confusion among investors if investment advisers and funds have not clearly and consistently articulated how they define ESG and how they use ESG-related terms, especially when offering products or services to retail investors. Actual portfolio management practices of investment advisers and funds should be consistent with their disclosed ESG investing processes or investment goals.*” Disponível em: <https://www.sec.gov/files/esg-risk-alert.pdf>

¹¹ Em complemento, pela pluralidade de objetivos e estratégias que podem ser adotadas não é recomendável tentar incluir as definições ou diretrizes diretamente na norma, conforme indicado no item III.II.

¹² “*Using non-financial factors as tiebreaker when considering an investment is acceptable under current interpretations of fiduciary duty, but investing primarily on ethical grounds or to generate non-financial benefits is not.*” (...) “*While the principle of fiduciary duty itself should not present a barrier to the integration of ESG factors in investment governance by institutional investors, lack of clarity may do. Fiduciary duty is an evolving concept so institutional investors may be unclear as to what is expected of them.*” OECD (2017), Investment governance and the integration of environmental, social and governance factors (p. 50)

Disponível em: <https://www.oecd.org/finance/Investment-Governance-Integration-ESG-Factors.pdf>

¹³ Conforme previsto no Art. 16, inciso II, alínea “a” da Instrução Normativa da CVM nº 558, que estabelece que o administrador de carteira de valores mobiliários deve desempenhar suas atribuições de modo a buscar atender aos objetivos de investimento de seus clientes.

aspectos ASG em sua decisão de investimento (em razão de *compliance* com políticas a que investidores institucionais estejam sujeitos)¹⁴.

Neste sentido, incrementar a transparência sobre os objetivos socioambientais do FIDC, os critérios de elegibilidade e as condições de cessão, quando aplicáveis, é essencial para delimitar os deveres fiduciários do gestor e do administrador, uma vez que esclarece os parâmetros que devem ser observados no âmbito da supervisão da prestação dos serviços.

III.III. FLEXIBILIDADE NA HIPÓTESE DE DESENQUADRAMENTO DA CARTEIRA

O crescente interesse do mercado na realização de investimentos com responsabilidade socioambiental pode levar a emissão de produtos financeiros que carregam o rótulo ASG, mas não incorporam efetivamente fatores socioambientais em suas decisões de investimento¹⁵. Exemplos de situações como esta se enquadram no conceito de *greenwashing*, que consiste, basicamente, na rotulagem de um produto sinalizando adoção de práticas sustentáveis meramente com foco publicitário, sem efetivo engajamento em fatores socioambientais.

Como medidas para mitigar este risco no âmbito dos FIDC Socioambientais sugere-se (i) a flexibilização do prazo para reenquadramento da carteira dos FIDC Socioambientais, para evitar originação predatória ou a aquisição de direitos creditórios que não geram impacto socioambiental relevante; e (ii) o aprimoramento nas regras de emissão de relatórios de segunda opinião (abordado no tópico III.IV abaixo).

O racional sobre flexibilização do reenquadramento das carteiras dos FIDC Socioambientais tem por objetivo afastar um potencial conflito de agência, que poderia se configurar a partir da contraposição entre o interesse pessoal do gestor (preocupado com o reenquadramento da carteira) e o melhor interesse dos cotistas do FIDC Socioambiental (a valorização de suas cotas a partir da aquisição de direitos creditórios alinhados a fatores ASG).

A proposta justifica-se pelo estágio inicial dos investimentos em direitos creditórios com responsabilidade socioambiental. Cogita-se, aqui, uma possível escassez de ativos a

¹⁴ Vide o estudo referenciado no item III.II.I acima

¹⁵ Given the unprecedented interest in responsible investment by asset owners, one concern is that some fund managers may deceptively endorse the PRI to attract flows from responsible investors while not honoring their promise of incorporating ESG into their investment decisions.
Disponível em: [hedgefund_greenwashing.pdf \(dwtyzx6upkls.cloudfront.net\)](https://www.hedgefundgreenwashing.pdf)

serem adquiridos pelos FIDC Socioambientais, caso haja um lançamento simultâneo de diversos fundos desta categoria. Diante desta possível dificuldade de os gestores identificarem direitos creditórios que atendam aos critérios de elegibilidade de seus fundos, parece adequado dilatar o prazo para que os gestores prospectem e negociem os direitos creditórios a serem adquiridos pelo FIDC Socioambiental, sem que sejam incitados a reduzir os seus padrões de seleção para assegurar o enquadramento da carteira.

Esta reflexão deriva da opinião de alguns especialistas estrangeiros que já alertam para o risco de bolha no mercado de investimentos ASG pela crescente procura por valores mobiliários emitidos por empresas com reconhecido alinhamento socioambiental¹⁶. A preocupação, quando transportada para o cenário dos FIDC Socioambientais, justifica o aprimoramento da norma para pavimentar o crescimento sustentável do mercado do FIDC Socioambiental e mitigar o risco de conflito de agência.

III.IV. RELATÓRIO DE SEGUNDA OPINIÃO

A proposta da CVM pela obrigação de obtenção de relatório de segunda opinião para certificar a originação de benefícios socioambientais configura-se como uma forma de obter validação externa da materialidade em aspectos ASG e funciona como um importante instrumento de prevenção ao risco de *greenwashing*.

Conforme já indicado acima, de maneira geral, o vácuo regulatório se reflete em ausência de padronização. Isto não é diferente no que diz respeito a auditorias socioambientais. No exterior já se discutem questões relacionadas ao rating ESG, tema que foi recentemente abordado em uma carta da *European Securities and Markets Authority* (ESMA)¹⁷, que recomendou a edição de regulação própria para estes auditores, disciplinando regras para sua atuação e para a emissão de seus relatórios.

¹⁶ Some experts have voiced their concern about the creation of ESG bubbles, where the share prices of public companies with high ESG ratings experience an abnormal increase as a result of their sudden popularity. (p. 16) UZSOKI, David. *Drivers of Sustainable Investing* In. *Sustainable Investing*. International Institute for Sustainable Development (IISD), 2020. (p. 16).

Disponível em: <http://www.jstor.com/stable/resrep22000.5>

¹⁷ “(...) we consider that increasing demand for assessments that provide insights on an entity’s ESG profile should go hand in hand with safeguards that ensure the information referred to is robust and that the assessments are reliable so to prevent the risk of *green-washing*.”

Disponível em:

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma30-379-423_esma_letter_to_ec_on_esg_ratings.pdf

No Brasil, novamente considerando o atual estágio de desenvolvimento do mercado de produtos financeiros socioambientais, importar integralmente essa opinião da ESMA não parece acertado.

Em linha com as premissas de valorização da transparência e da materialidade socioambiental, aqui apresentadas e também indicadas pela ESMA¹⁸, parece adequado aprimorar o Anexo Normativo II incorporando nas disposições sobre o FIDC Socioambiental princípios já adotados pela CVM no âmbito da regulação de agências classificadoras de risco (Instrução Normativa da CVM nº 521, de 25 de abril de 2012), no sentido de vedar emissões de relatórios de opinião em situações de conflito de interesse, sem a indicação da metodologia adotada, sem clareza ou sem objetividade.

Este cuidado é importante considerando que as empresas emissoras do referido relatório não são entidades reguladas, nem possuem autorização especial para emitirem certificações em matéria socioambiental.

Neste sentido, as sugestões indicadas no item II, acima alinham-se, também, com os princípios éticos e profissionais recomendados pela ICMA¹⁹ para certificadores socioambientais externos, a saber: (i) integridade; (ii) objetividade; (iii) diligência e competência profissional; (iv) confidencialidade; e (v) profissionalismo.

É certo que estas atribuições poderiam ser esperadas de qualquer agente competente do mercado. Todavia, a inclusão desta disciplina em norma confere aos participantes segurança jurídica, uma vez que mune os cotistas e os prestadores de serviço do FIDC Socioambiental com fundamentos para, eventualmente, adotar medidas cabíveis contra certificadores contratados, caso sejam constatadas violações a tais princípios básicos.

¹⁸ “Third, in addition to these core requirements there should be specific product requirements applicable to the ESG ratings and assessments provided by that entity. These should not necessarily be of the same level of prescriptiveness as those applicable to credit ratings. However, they should be sufficiently stringent to ensure that ESG ratings and assessments are based on up to date, reliable and transparent data sources, and developed according to robust methodologies that are transparent and open to challenge by investors.”

Disponível em:

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma30-379-423_esma_letter_to_ec_on_esg_ratings.pdf

¹⁹ Disponível em: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/Guidelines-for-GreenSocialSustainability-and-Sustainability-Linked-Bonds-External-Reviews-February-2021-170221.pdf>

III.IV.I. CUSTOS DE CONTRATAÇÃO DE CERTIFICADORES EXTERNOS

Sugere-se, nesta manifestação, que a norma estabeleça que os honorários referentes à emissão do relatório de segunda opinião sejam considerados como encargos do FIDC Socioambiental. A intenção é evitar que o certificador externo seja remunerado por um sacado, devedor, cedente, prestadores de serviço do fundo, ou qualquer outra pessoa que, eventualmente, possa ter algum interesse específico nas conclusões do relatório de opinião.

Reconhece-se que as alterações propostas pela CVM na disposição sobre os encargos do fundo têm por objetivo flexibilizar as regras de distribuição de despesas, entre o fundo e os prestadores de serviços, permitindo regramento específico no regulamento de cada fundo.

No caso aqui analisado, a matéria tange o sensível tema do conflito de interesses. Assim, parece adequado estabelecer que os custos de contratação de empresas de certificação socioambiental sejam expressamente atribuídos ao FIDC Socioambiental, cujos cotistas são os maiores interessados nas conclusões do relatório de segunda opinião, seja ele positivo, neutro ou negativo.

III.IV.II. DISPENSA DE ESPECÍFICA PARA OBTENÇÃO DE SEGUNDA OPINIÃO

A CVM, no âmbito do Edital de Audiência Pública SDM nº 9/20, apresentou iniciativas com o objetivo de aprimorar o regime informacional dos emissores de valores mobiliários com a inclusão de informações que reflitam aspectos sociais, ambientais e de governança corporativa, em resposta ao crescente interesse de investidores sobre tais informações.

Em linhas gerais, após a análise das manifestações recebidas, determinados campos do formulário de referência poderão ser aprimorados com (i) desmembramento de fatores de risco socioambientais para questões sociais, ambientais e climáticas; e (ii) exigência de posicionamento sobre a adoção ou não de matriz de materialidade e indicadores-chave de desempenho para questões ambientais e sociais.

Estes dois tópicos foram destacados pois se relacionam diretamente com os pilares das sugestões apresentadas nesta manifestação: transparência para *suitability* e materialidade socioambiental.

Aproximando este cenário ao FIDC Socioambiental, considerando o aprimoramento do formulário de referência e a aquisição, pelo fundo, de direitos creditórios originados por companhias abertas, os gestores teriam disponíveis informações públicas para verificar a adequação dos referidos direitos creditórios à política de investimento do FIDC Socioambiental sob gestão.

Neste sentido, o primeiro objetivo da regra de obtenção do relatório de segunda opinião seria atendido, qual seja, a identificação dos benefícios socioambientais relativos ao investimento em direitos creditórios. Complementarmente, sugere-se que esta dispensa seja conferida para as companhias abertas que produzam relatórios de sustentabilidade com base em determinados princípios (*GRI Standards*, por exemplo) e contem com opinião de adequação e verificação emitida por um terceiro, atendendo, desta forma, ao segundo objetivo da regra, a validação externa das informações apresentadas.

Vislumbra-se, também, a possibilidade de sustentar, casuisticamente, que os relatórios de sustentabilidade de companhias abertas produzidos conforme as premissas apresentadas acima seriam suficientes para cumprir com a obrigação inicialmente proposta pela CVM, sem que seja necessária a inclusão de disposição normativa com dispensa específica. Contudo, em valorização da segurança jurídica e aproveitando-se a oportunidade de edição de uma norma clara, objetiva e completa, parece válida a inclusão, desde já, de dispositivo com esta dispensa específica.

IV. ENCERRAMENTO

Cumprimenta-se, novamente, esta D. CVM e todos os envolvidos pela iniciativa de modernizar a norma de fundos de investimento e, em especial, por inaugurar a disciplina regulatória do uso do rótulo ASG em produtos financeiros.

Sendo o que havia para o momento, o escritório **KOGA ADVOGADOS** renova os votos de estima e consideração e permanece à disposição para quaisquer esclarecimentos adicionais.

V. REFERÊNCIAS

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (ANBIMA). *Guia ASG: Incorporação dos Aspectos ASG nas análises de investimento*. Janeiro, 2020.

Disponível em:

<https://www.anbima.com.br/data/files/1A/50/EE/31/BFDEF610CA9C4DF69B2BA2A8/ANBIMA-Guia-ASG-2019.pdf>

BLACKROCK INVESTMENT INSTITUTE. *Sustainability: The future of investing*. Fevereiro, 2019. Disponível em

<https://www.blackrock.com/us/individual/literature/whitepaper/bii-sustainability-future-investing-jan-2019.pdf>

BRASIL, Ministério da Economia, Secretaria de Política Econômica, Subsecretaria de Política Microeconômica e Financiamento da Infraestrutura, *Finanças Verdes no Brasil*, Abril, 2019. Disponível em: https://www.gov.br/economia/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/notas-informativas/2019/2019-04-17_cartilha-financas-verdes-v25r.pdf

BRASIL, BOLSA, BALCÃO (B3), *Novo Valor – Sustentabilidade nas Empresas: como começar, quem envolver e o que priorizar*. 2016, disponível em:

<http://www.b3.com.br/data/files/1A/D7/91/AF/132F561060F89E56AC094EA8/Guia-para-empresas-listadas.pdf>

CLIMATE BONDS INICIATIVE (CBI). *Post-Issuance Reporting in the Green Bond Market*.

Março, 2019. Disponível em: https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_post-issuance-reporting_032019_web.pdf

CLIMATE BONDS INICIATIVE (CBI). *Climate Bonds Taxonomy*. Janeiro, 2020.

Disponível em:

https://www.climatebonds.net/files/files/CBI_Taxonomy_Tables_January_20.pdf

DEUTSCHE GESELLSCHAFT FÜR INTERNATIONALE ZUSAMMENARBEIT (GIZ). *O Mercado Emergente de Finanças Verdes no Brasil*. Junho, 2020. Disponível em http://www.labinovacaofinanceira.com/wp-content/uploads/2020/07/mercado_financasverdes_brasil.pdf

EGLI, Florian. MAULE, Sam. MISSING IN ACTION: THE LACK OF ESG CAPACITY AT LEADING INVESTORS. 2017. Disponível em: <http://www.jstor.com/stable/resrep17787>

EU Technical Expert Group on Sustainable Finance. *Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance*. Março, 2020. Disponível em: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy_en.pdf

EUROPEAN COMMISSION. *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the Establishment of a framework to facilitate sustainable investment*. 2018. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52018PC0353>

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. *Letter to EC on ESG Ratings*. Janeiro, 2021.
Disponível em: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma30-379-423_esma_letter_to_ec_on_esg_ratings.pdf

GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE: 2018 Global Sustainable Investment Review. Disponível em: http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR_Review2018.3.28.pdf

HOLMES, Ingrid. MAULE, Sam. A SUSTAINABLE FINANCE PLAN FOR THE EUROPEAN UNION: RESPONSIBLE INVESTMENT. 2016. Disponível em: <http://www.jstor.com/stable/resrep17700.8>

HOLMES, Ingrid. MAULE, Sam. A SUSTAINABLE FINANCE PLAN FOR THE EUROPEAN UNION: CLIMATE RISK DISCLOSURES. 2016. Disponível em:
<http://www.jstor.com/stable/resrep17700.9>

INSTITUTO BRASILEIRO DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES (IBRI). *Cadernos IBRI – Série Sustentabilidade: Os Investimentos Responsáveis e os desafios para o RI*. Disponível em:
http://www.ibri.com.br/Upload/Conteudo/IBRI_Caderno_2.pdf

INVESTMENT COMPANY INSTITUTE (ICI), *Fund's Use of ESG Integration and Sustainable Investing Strategies: An Introduction*, Julho, 2020. Disponível em:
https://www.ici.org/pdf/20_ppr_esg_integration.pdf

LOAN MARKET ASSOCIATION (LMA), *Green Loan Principles: supporting environmentally sustainable economic activity*. Dezembro, 2018. Disponível em:
https://www.lma.eu.com/application/files/9115/4452/5458/741_LM_Green_Loan_Principles_Booklet_V8.pdf

INTERNATIONAL CAPITAL MARKET ASSOCIATION (ICMA): *The Green Bond Principles And The Social Bond Principles. Summary of Green – Social – Sustainable Bonds Database Providers*. Setembro, 2018. Disponível em
https://www.icmagroup.org/index.php/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/2018-Sept_Green-and-Social-Bond-Databases-140918.pdf

INTERNATIONAL CAPITAL MARKET ASSOCIATION (ICMA). *Guidelines for Green, Social and Sustainability Bonds External Reviews*. Fevereiro, 2021. Disponível em:
<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/Guidelines-for-GreenSocialSustainability-and-Sustainability-Linked-Bonds-External-Reviews-February-2021-170221.pdf>

INTERNATIONAL CAPITAL MARKET ASSOCIATION (ICMA). *Green Bond Principles: voluntary process guidelines for issuing green bonds*. Junho, 2018. Disponível em: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Green-Bonds-Principles-June-2018-270520.pdf>

INTERNATIONAL CAPITAL MARKET ASSOCIATION (ICMA). *Guidelines for Green, Social, Sustainability and Sustainability-Linked Bonds External Reviews*. Fevereiro, 2021. Disponível em: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/Guidelines-for-GreenSocialSustainability-and-Sustainability-Linked-Bonds-External-Reviews-February-2021-170221.pdf>

MOLITERNI, Fabio. *Sustainable Investing and Green Finance: Boosting markets by solving ambiguities*. 2018. Disponível em: <http://www.jstor.com/stable/resrep16403>

OECD (2017), *Investment governance and the integration of environmental, social and governance factors*. Disponível em: <https://www.oecd.org/finance/Investment-Governance-Integration-ESG-Factors.pdf>

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Potential Recommendations of ESG Subcommittee*. Dezembro, 2020. Disponível em: <https://www.sec.gov/files/potential-recommendations-of-the-esg-subcommittee-12012020.pdf>

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Risk Alert: The Division of Examination's Review of ESG Investing*. Abril, 2021. Disponível em: <https://www.sec.gov/files/esg-risk-alert.pdf>

UZSOKI, David. *Sustainable Investing: Drivers of Sustainable Investing*. International Institute for Sustainable Development (IISD) (2020). Disponível em: <http://www.jstor.com/stable/resrep22000.5>

UZSOKI, David. Sustainable Investing: Trends in Sustainable Investing. International Institute for Sustainable Development (IISD) (2020). Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/resrep22000.6>