

O DEVER FIDUCIÁRIO NO SÉCULO **XXI**

**ROTEIRO
PARA O
BRASIL**

O PROJETO

O Dever Fiduciário no Século XXI concluiu que não considerar nas práticas de investimento os propulsores de valor para investimentos de longo prazo, incluindo fatores ambientais, sociais e de governança (ASG), significa não cumprir com o dever fiduciário. Apesar do progresso significativo, muitos investidores ainda precisam integrar totalmente os fatores ASG em seus processos de tomada de decisão.

Em janeiro de 2016, o PRI, a UNEP FI e a The Generation Foundation lançaram um projeto de três anos para implementar as recomendações do relatório, incluindo a preparação de roteiros por países. Estes roteiros permitem que o PRI e a UNEP FI trabalhem com stakeholders do país para implementar políticas e práticas claras e responsáveis que englobem a interpretação contemporânea do dever fiduciário.

O roteiro para o Brasil foi desenvolvido por meio de uma ampla consulta setorial e traz recomendações em cinco categorias: ação regulatória, educação dos investidores, relatórios corporativos, gestão e engajamento, e orientação setorial.

1. Ação regulatória:

- a. A Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC) deveria recomendar a revisão da Resolução 3.792, que orienta as práticas e divulgações de investimento por entidades fechadas de previdência complementar¹.
- b. Supervisão e monitoramento pelo Banco Central do impacto da Resolução 4.327 nas atividades de investimento das entidades reguladas relacionadas.

2. Educação dos investidores:

- Associações setoriais e agências de credenciamento devem colaborar para a conscientização sobre ASG e oferecer treinamento prático.

3. Relatórios corporativos:

- O órgão regulador de títulos e valores mobiliários (CVM) deve analisar a eficácia da divulgação de fatores relevantes ASG nos relatórios das companhias brasileiras.

4. Gestão e engajamento:

- A CVM deveria adotar o código de gestão da Associação Brasileira de Investidores no Mercado de Capitais (AMEC).

5. Orientação:

- Órgãos reguladores e associações setoriais devem oferecer orientação para gestores de ativos e entidades de previdência complementar sobre o escopo e o conteúdo de seus deveres fiduciários.

Desta forma, o mercado de capitais brasileiro também se coloca em um contexto internacional mais amplo, na medida em que os órgãos reguladores e os investidores reagem a um ambiente de investimento que muda rapidamente. Após a avaliação de sete outros mercados (Austrália, Canadá, Alemanha, Japão, África do Sul, Reino Unido e Estados Unidos), o PRI, a UNEP FI, e a The Generation Foundation determinarão a prioridade das áreas nas quais poderemos contribuir.

A integração ASG é definida como a inclusão sistemática e explícita de fatores ASG relevantes na análise e nas decisões de investimento.

COMITÊ DIRETOR DO PROJETO

- Peter Knight, Sócio, Gestão de Investimentos da Generation
- Fiona Reynolds, Diretora Presidente, PRI
- Nick Robins, Co-Diretor, UNEP Inquiry into a Sustainable Financial System
- Eric Usher, Head, UNEP Finance Initiative

¹ Entidades fechadas de previdência complementar são fundos privados de pensão oferecidos por organizações sem fins lucrativos, e podem ser estabelecidos com base em um único empregador ou em vários empregadores e por sindicatos trabalhistas. <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/43920149.pdf>

AGRADECIMENTOS

A equipe do projeto agradece todos os entrevistados e analistas por seu tempo e contribuição com este documento, além das várias organizações no Brasil cujos trabalhos e ideias nos ajudaram a chegar até aqui.

Este roteiro foi preparado pelo PRI, pela UNEP FI e a The Generation Foundation, e não necessariamente representam as visões dos entrevistados e analistas.

Em especial, gostaríamos de agradecer o Banco Central por receber nossa mesa redonda de stakeholders no dia 6 de outubro de 2016.

Nome	Cargo	Organização
Marco Fujihara	Diretor	Aggrego Consultoria
Mauro Cunha	Presidente	AMEC
Eduardo Werneck	Diretor para Educação e Sustentabilidade	APIMEC
Alex Aaltonen	Analista	Banco Central do Brasil
Rodomarque Tavares Meira	Coordenador, Supervisão de Cooperativas de Crédito e Instituições Financeiras Não-Bancárias	Banco Central do Brasil
Fabio Lacerda	Chefe Adjunto, Departamento de Supervisão Bancária	Banco Central do Brasil
Andre Salcedo	Chefe do Departamento de Operações Estruturadas	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES)
Bruno Aranha	Chefe do Departamento de Gestão de Private Equity	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES)
Guilherme Castanho Franco Montoro	Chefe do Escritório da Região Sul	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES)
Rodrigo Ferreira	Engenheiro	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES)
Arlene Nesse	Gerente Financeira e de Investimento	Banesprev
Sonia Favaretto	Diretora de Imprensa, Sustentabilidade e Comunicações	BM&FBOVESPA
Rodrigo Tavares	CEO	Granito & Partners
Paula Oda	Coordenadora de Projeto	Instituto Ethos
Tatiana Grecco	Chefe de Estratégias de Índices e Soluções de Carteira	Itaú Asset Management
Antônio Ricardo Alves Nascimento	Analista Sênior de Compliance	
Flavio Moreira	Especialista em Investimento	Petros - Fundação Petrobras de Seguridade Social
Tatiana Regiani	Analista Sênior de Riscos ASG	Petros - Fundação Petrobras de Seguridade Social
Leonardo Wagner Willkomm de Farias	Analista	PREVI
Marcel Barros	Diretor	PREVI
Marcelo Seraphim	Especialista em Previdência Complementar	PREVIC
Clarisse Machado	Diretora-Assistente de Investimento	Real Grandeza
Marcia Micheli	Analista de Investimento	Real Grandeza
Patricia Queiroz	Analista de Investimento	Real Grandeza

Larissa Tega	Analista	Resultante Consultoria Estratégica
Maria Eugênia Buosi	Sócia	Resultante Consultoria Estratégica
Luzia Hirata	Analista ASG	Santander Asset Management
Gustavo Pimentel	Diretor Presidente	Sitawi
Lia Roston	Sócia	Zancan Advogados
Luciana Burr	Sócia	Zancan Advogados

FEEDBACK DE STAKEHOLDERS

Este roteiro é baseado em eventos e entrevistas com mais de 25 stakeholders de diferentes pontos do mercado brasileiro de capitais (veja lista acima). Os temas comuns encontrados no feedback dos stakeholders formaram a base para as análises e recomendações que seguem abaixo.

O Brasil está passando por um período de incerteza e instabilidade políticas causadas pela crise do impeachment. O escândalo de corrupção da Lava Jato e seus impactos econômicos foram identificados pelos stakeholders como tendo implicações bastante abrangentes para a economia política brasileira. No contexto dos fatores ASG, este escândalo foi considerado como responsável por elevar de maneira significativa o nível do foco do investidor em governança corporativa e gestão no País. A escala e a extensão do escândalo criaram uma janela de oportunidade para o estabelecimento de novas regulamentações e normas de mercado.

Muitos stakeholders apontaram que com frequência existe uma desconexão entre a linguagem utilizada nas regulamentações e políticas e o comportamento, na prática, de investimento dos investidores institucionais brasileiros. Nossos stakeholders buscaram intervir nas políticas e processos que tornariam a integração ASG uma realidade operacional, ao invés de uma mera adição ao fardo do compliance e dos relatórios para os investidores.

O modelo de alocação de ativos de uma carteira brasileira foi comparativamente distorcido em direção aos títulos de dívida soberana, dadas as atrativas taxas nominais de retorno que estes papéis vêm oferecendo nos últimos anos. Neste contexto, nossos stakeholders ficaram entusiasmados ao perceber um aumento na atividade de listagem no país, e esperam que as alocações de ativos se reequilibrem em direção à renda variável com o tempo.

Assim como observamos nos Estados Unidos, houve um maior foco no engajamento com acionistas no Brasil. Tanto os investidores de desenvolvimento, como o Banco Nacional do Desenvolvimento (BNDES), e os questionários de grandes proprietários de ativos utilizaram abordagens semelhantes para a análise ASG. Houve um aumento no volume de solicitações de informações ASG por parte das

companhias brasileiras. No entanto, os stakeholders consideraram que ainda havia brechas de conhecimento e falta de conscientização sobre fatores ASG espalhadas por todo o mercado.

Administradores de entidades de previdência complementar e seus consultores precisavam conhecer a lógica da integração ASG e compreender as técnicas e produtos à sua disposição. Dados de suporte e estudos de caso (inclusive em relação a abordagens quantitativas) sobre a análise ASG de investimentos eram necessários. Com muitos fundos enfrentando restrições de capacidade, kits de ferramentas se tornaram necessários para simplificar a implementação da análise ASG.

Órgãos reguladores relacionados, associações setoriais e bolsas de valores, tais como Banco Central, PREVIC, Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA), AMEC, Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC), Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP), e a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. Foi proposto também que o engajamento das entidades reguladas pela Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) seria particularmente importante para o avanço da prática ASG no Brasil. Enfatizou-se que os ativos sob gestão em previdência complementar “aberta” haviam recentemente excedido aqueles sob gestão em previdência complementar “fechada”, refletindo trajetórias similares em mercados tais como o Reino Unido e os Estados Unidos.²

2 Veja o Anexo para mais detalhes sobre cada organização.

O CONTEXTO BRASILEIRO PARA A INTEGRAÇÃO ASG E O DEVER FIDUCIÁRIO

Integração ASG e as prioridades econômicas do país

Questões relativas a sustentabilidade e governança corporativa se tornaram mais urgentes no Brasil. O escândalo da Lava Jato prejudicou a reputação do país, reduziu os resultados econômicos e causou grande preocupação entre investidores internacionais com relação à renda variável brasileira. Além disso, o rompimento da barragem de Mariana foi a causa direta de muitas mortes, poluiu rios e terras produtivas e contaminou um reservatório de água que abastece 500.000 pessoas.³ Também resultou em multas⁴ e baixas contábeis⁵ para a Samarco (BHP e Vale). Os dois acontecimentos, que arrasaram com o valor dos investimentos e geraram protestos em todo o país, têm suas causas enraizadas na má gestão de fatores ASG. O engajamento de investidores e governantes com fatores ASG, sustentabilidade e governança corporativa se tornou uma prioridade nacional, econômica e política.

A análise de fatores ASG pode ajudar a reorientar as companhias em direção a horizontes de investimento de longo prazo, permitindo que os investidores entendam a qualidade da administração das companhias e a sustentabilidade de seus modelos de negócios⁶, ajudando também os titulares de ativos a reorientar as estratégias de investimento de tal maneira que os passivos de longo prazo casem com os investimentos de longo prazo.

Nossos stakeholders também mencionaram que as oportunidades cruciais de investimento para o desenvolvimento nacional do Brasil estariam em produtos não listados em bolsa, e que uma análise dos fatores ASG poderia ajudar a direcionar mais capital para a infraestrutura doméstica (como transportes e geração e transmissão

de energia), além de investimentos temáticos em sustentabilidade (como papéis “verdes”).

Para um país que depende de maneira significativa do extrativismo e de setores com emissão intensiva de carbono, vale dizer que a integração ASG não envolve uma redução do universo de investimento disponível (ao contrário do screening negativo). Também não envolve rebaixar a busca pelo retorno financeiro a objetivos não relacionados (sociais ou éticos). Definimos a integração ASG como “a inclusão sistemática e explícita de fatores ASG relevantes na análise e nas decisões de investimento”. Desta forma, a integração ASG oferece ao investidor um conjunto maior de ferramentas para avaliar o desempenho operacional e as perspectivas financeiras de companhias investidas. São informações vitais para os investidores em um contexto de complexidade regulatória e de deficiências graves em governança corporativa⁷.

Como resultado, os fatores ASG podem ser considerados uma importante oportunidade de negócios para as companhias e os investidores brasileiros, principalmente aqueles que buscam atrair liquidez internacional para o mercado de capitais do país.

Um ambiente de possibilidades para os fatores ASG

O Brasil apresenta um contexto de possibilidades para o engajamento na integração ASG. Tanto no âmbito regulatório quanto prático, o Brasil vem se engajando ativamente em fatores ASG há mais de uma década. A legislação corporativa do país reconhece os deveres de uma vasta gama de stakeholders, e não somente dos acionistas⁸. A Resolução 4,327⁹, implementada pelo Conselho Monetário

3 Rompimento da barragem da Samarco: <https://www.theguardian.com/sustainable-business/2016/oct/15/samarco-dam-collapse-brazil-worst-environmental-disaster-bhp-billiton-vale-mining>

4 <http://www.ibtimes.co.uk/bhp-vale-reach-settlement-brazilian-authorities-over-samarco-dam-disaster-1547251>

5 <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-07-27/bhp-says-to-book-provision-of-as-much-as-1-3-billion-on-samarco>

6 Turning a Profit While Doing Good: <https://www.brookings.edu/research/turning-a-profit-while-doing-good-aligning-sustainability-with-corporate-performance/>

7 Trabalhos de Pesquisa em ASG: <https://www.ft.com/content/b22c49c8-06e8-11e2-92ef-00144feabdc0>

8 http://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/16-023_f29dce5d-cbac-4840-8d5f-32b21e6f644e.pdf

9 Publicada pelo Banco Central em 25 de abril de 2014

Nacional, estabelece que as instituições financeiras reguladas pelo Banco Central devem adotar uma política de responsabilidade social e ambiental que esteja relacionada a e seja compatível com seu modelo de negócios. A BM&FBOVESPA foi uma das primeiras bolsas de valores a se engajar com a divulgação de relatórios de sustentabilidade¹⁰. Além disso, os consumidores brasileiros estão cada vez mais conscientes sobre questões de sustentabilidade e buscam incorporá-las às suas decisões de compra¹¹. Há também exemplos de companhias brasileiras que estão adotando práticas de sustentabilidade¹² e de divulgação integrada de relatórios¹³.

Vários dos maiores titulares de ativos e instituições de desenvolvimento de importância estratégica para o país, como o BNDES, estão bastante atentos aos fatores ASG. A Resolução 3.792 exige que entidades “fechadas” de previdência complementar divulguem se levam em consideração questões ambientais e sociais. Há evidências locais dos benefícios da análise ASG para o desempenho (tais como a tendência, o desempenho e a baixa volatilidade do índice de sustentabilidade da BM&FBOVESPA – ISE)¹⁴. Os investidores brasileiros também mostraram interesse no aprimoramento dos relatórios sobre fatores relevantes ASG, conforme demonstrado no relatório do PRI “Relevância de KPIs ASG: uma perspectiva do Brasil”¹⁵.

Avanços regulatórios recentes no Brasil

A CVM concentrou suas regulamentações no voto por procuração. Era um processo caro e burocrático no Brasil. Para votar, exigia-se que os investidores participassem pessoalmente de assembleias gerais ordinárias, ou por meio de uma procuração revisada a cada ano. Era um processo particularmente oneroso para os investidores internacionais¹⁶. Através da Instrução 561 (que alterou a Instrução 481), a CVM confirmou a introdução do voto eletrônico. Implementado em fases¹⁷, o voto eletrônico será totalmente adotado para a temporada de voto por procuração de 2018. Este é um avanço positivo na regulamentação do mercado de capitais brasileiro, eliminando um obstáculo processual desnecessário para o engajamento do acionista.

Os requisitos de governança corporativa para listagem do Novo Mercado, segmento de listagem especial da BM&FBOVESPA, esteve aberto para consulta até o início de 2017. Desde seu lançamento em 2000, estes padrões de listagem demonstraram que a boa governança pode reduzir o custo do capital e atrair investimentos internacionais para companhias brasileiras.

Uma minuta de um código de gestão para investidores brasileiros foi aberta para consulta pela AMEC e posteriormente lançada em 27 de outubro de 2016¹⁸. Para nós, este código é bem-vindo principalmente por buscar abordar a incorporação ASG como uma parte explícita das atividades de gestão do investidor.

A PREVIC também já anunciou e iniciou uma revisão da Resolução 3.792, aplicável a entidades fechadas de previdência complementar. Esta revisão foi recomendada no documento O Dever Fiduciário no Século XXI.

Um grupo de trabalho com a participação de organizações como o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), a BM&FBOVESPA e a AMEC produziu o primeiro código brasileiro de governança corporativa¹⁹. O código será aplicável a companhias listadas na forma de “cumpra ou explique”, sob a supervisão da CVM. O código inclui referências a fatores ASG como parte dos riscos a serem considerados e incluídos em relatórios de companhias brasileiras (item 4.5 do código).

Abordaremos estes acontecimentos mais adiante em nossas recomendações abaixo.

10 Relate ou Explique para Relatório de Sustentabilidade ou Integrado: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/institucional/sustentabilidade/nas-empresas/relate-ou-explique/

11 Pesquisa GreenDex: <http://environment.nationalgeographic.com/environment/greendex/>

12 Top 100 de Sustentabilidade da Forbes: <http://www.forbes.com/2010/01/26/most-sustainable-companies-leadership-citizenship-100.html>

13 Projeto de Transparência nos Negócios da GRI: https://www.globalreporting.org/services/preparation/Business_Transparency_Program/Pages/Natura.aspx

14 Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da BM&FBOVESPA: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-de-sustentabilidade/indice-de-sustentabilidade-empresarial-ise.htm

15 <https://www.unpri.org/page/materiality-of-esg-kpis-a-perspective-from-brazil>

16 <http://www.glasslewis.com/brazil-foreign-investors-voting-parity-mutually-exclusive/>

17 Implementação por fases conforme Instrução CVM 570

18 Código de Princípios e Deveres dos Investidores Institucionais (Stewardship) <http://www.amecbrasil.org.br/wp-content/uploads/2016/10/Codigo-Amec-de-Principios-e-Deveres-dos-Investidores-Institucionais-Stewardship-3.pdf>

19 Novo código de governança corporativa: <http://www.ibgc.org.br/index.php/noticias/19843/GT-Interagentes-lanca-Codigo-Brasileiro-de-Governanca-Corporativa-Companhias-Abertas>

Esclarecimento internacional do dever fiduciário

Órgãos reguladores e agências governamentais em mercados de capitais maduros já confirmaram as interpretações relacionadas à prática do investimento fiduciário.

No Canadá, a Comissão de Serviços Financeiros de Ontário mencionou que a decisão de incorporar fatores ASG nos processos de investimento dos fundos de pensão está alinhada ao dever fiduciário dos administradores de previdência complementar de monitorar e mitigar riscos²⁰. No Reino Unido, a Law Commission, em seu relatório *Fiduciary Duties of Investment Intermediaries*, diz que “não há impedimento para que administradores considerem fatores ambientais, sociais e de governança sempre que sejam, ou possam ser, financeiramente relevantes”²¹. Fica esclarecido, portanto, que não é a origem do fator (ou o nome que se dê a ele), mas sua relevância financeira que dita se deve ser considerado ou não²².

20 Comissão de Serviços Financeiros de Ontário, Investment Guidance Notes: IGN-004: Environmental Social and Governance (ESG) Factors, <https://www.fscs.gov.on.ca/en/pensions/policies/active/Documents/IGN-004.pdf>

21 Fiduciary Duties of Investment Intermediaries, Law Commission do Reino Unido, 2014: <https://www.gov.uk/government/publications/fiduciary-duties-of-investment-intermediaries>

22 A avaliação da relevância financeira fica a critério dos administradores de entidades de previdência complementar, após receberem consultoria apropriada.

RECOMENDAÇÕES

1. Ação regulatória:

a. A Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC) deveria recomendar a revisão da Resolução 3.792, que orienta as práticas e divulgações de investimento por entidades fechadas de previdência complementar.

A resolução entrou em vigor em 2009 e exige que fundos fechados de pensão utilizem due diligence, comprem as leis e adotem altos padrões de ética em processos de investimento e de tomada de decisão. Também exige que tais fundos cumpram vários requisitos de governança; um deles é que devem declarar se consideram questões ambientais e sociais em suas práticas de investimento. A PREVIC exige que os fundos de pensão declarem explicitamente em suas políticas anuais se cumprem princípios ambientais e sociais.

Órgãos reguladores fora do Brasil têm exigido cada vez mais declarações explicando práticas ASG de investimento. A Comissão de Serviços Financeiros de Ontário exige que os fundos de pensão divulguem o escopo em que consideram fatores ASG em processos de investimento²³. Vale mencionar que tais divulgações já fazem parte da regulamentação de previdência complementar do Reino Unido há mais de uma década²⁴ e recentemente foram reforçadas com orientações de apoio²⁵ e comentários públicos do órgão regulador de previdência complementar do país (The Pensions Regulator in the UK) sobre a importância dos fatores ASG para a prática prudente dos fundos²⁶. Tais requisitos fornecem aos órgãos reguladores e entidades setoriais uma base de informações para analisar e entender a prática dos fundos com relação a fatores ambientais e sociais nos processos de investimento.

O processo de revisão da resolução está em andamento. A PREVIC progrediu de maneira significativa e se engajou com os stakeholders do país. Sugeriu-se que a resolução revisada terá um foco maior nos riscos, controles organizacionais internos e na governança de investimentos, além de conter um conjunto expandido de requisitos

relacionados à integração ASG e sustentabilidade²⁷. Supervisão prudencial adicional de fundos fechados de pensão também poderá ser adicionada ao escopo da regulamentação.

Recomendações e próximos passos: Como parte de sua proposta para o Conselho Monetário Nacional após a revisão da Resolução 3.792, a PREVIC deve solicitar que a resolução seja atualizada para esclarecer que considerar fatores ASG relevantes faz parte da análise primária de um processo prudente de investimento. A resolução deve permitir que os fatores ASG, comumente mencionados em políticas de investimento, sejam refletidos nos processos e nas decisões de investimento de entidades fechadas de previdência complementar.

A PREVIC também deve reforçar a supervisão e implementação da resolução revisada através da análise e publicação de relatórios sobre a implementação de seus requisitos ambientais e sociais. Em conexão com a revisão da Resolução 3.792, tanto o Guia de Melhores Práticas em Investimentos quanto o Guia de Melhores Práticas em Gestão de Riscos, publicados pela PREVIC, devem ser atualizados para incorporar a linguagem equivalente ASG²⁸.

b. Supervisão e monitoramento pelo Banco Central do impacto da Resolução 4.327 nas atividades de investimento das entidades reguladas relacionadas.

A Resolução 4.327²⁹ estabelece que as instituições financeiras reguladas pelo Banco Central devem adotar uma política de responsabilidade social e ambiental. A resolução reconhece que a relevância de um determinado fator ambiental ou social não será a mesma em todos os setores. Por exemplo, o que pode ser um fator ambiental ou social relevante para um banco não será o mesmo para uma companhia extrativista. Consequentemente, a resolução propõe que tal política deve ser relacionada e compatível com o modelo de

23 <https://www.fsco.gov.on.ca/en/pensions/legislative/Pages/sipp.aspx#ESG>

24 The Occupational Pension Schemes (Investment) Regulations 2005: <http://www.legislation.gov.uk/uk/si/2005/3378/regulation/2/made>

25 Guide to Investment Governance – The Pensions Regulator: <http://www.thepensionsregulator.gov.uk/docs/dc-investment-guide.pdf>

26 <http://www.professionalpensions.com/professional-pensions/news/2470190/tpr-trustees-must-wake-up-and-smell-the-coffee-on-esg>

27 Atualização da Resolução 3.792: <http://diario.abrapp.org.br/Paginas/Detalhes.aspx?nld=39634>

28 Guia de melhores práticas da PREVIC: <http://www.previc.gov.br/menu-de-apoio/guia-de-melhores-praticas-1/melhores-praticas-em-fundos-de-pensao.pdf>

29 Publicada pelo Banco Central em 25 de abril de 2014

negócios das entidades reguladas. Tal orientação também encoraja as companhias a criar uma política eficaz relacionada aos aspectos operacionais do negócio, ao invés de produzir um texto padrão com efeito prático limitado.

Como em qualquer nova regulamentação, está sujeita a brechas na implementação. Nossos stakeholders indicaram que entidades reguladas que buscaram interpretar a resolução muitas vezes não tinham certeza do escopo de sua responsabilidade, refletindo a preocupação, que geralmente surge com novas regulamentações de sustentabilidade, de se identificar os limites dentro dos quais a regulamentação é aplicável. Este problema pode ser difícil de se resolver de maneira uniforme no momento de se preparar relatórios sobre as atividades. Notou-se também que o universo de entidades reguladas às quais a resolução é aplicável era bastante diverso, o que significa que a implementação seria desigual. Isto refletiria, em parte, as diferenças de capacidade e escala no setor.

A resolução foi considerada estrategicamente importante para o desenvolvimento do mercado brasileiro de capitais. Vários stakeholders indicaram que gostariam de receber orientações adicionais sobre a implementação da resolução, além de um esforço para explicar seu efeito na prática – reconhecendo que é uma regulamentação nova e que entrou recentemente em vigor.

Recomendações e próximos passos: Como parte de sua revisão contínua da eficácia regulatória, o Banco Central deveria relatar sobre o impacto da Resolução 4.327, as políticas que foram criadas em resposta a ela, e as brechas na implementação. Organizações setoriais se mostraram disponíveis para auxiliar o Banco Central neste trabalho.

2. Educação dos investidores: Associações setoriais e agências de credenciamento devem colaborar para a conscientização sobre fatores ASG e oferecer treinamento prático.

O Brasil possui, comparativamente, um alto nível de conscientização sobre fatores e práticas ASG, em parte motivada por requisitos regulatórios. Uma pesquisa publicada no ano passado sobre fundos fechados de pensão indicou que 94% dos 50 maiores fundos de pensão (por patrimônio líquido) mencionam fatores ASG em políticas de investimento; em 2014, eram 67%. Tais políticas tendiam a mencionar o screening negativo ou declarações de mera intenção sobre fatores ASG e refletiam a Resolução 3.792. A mesma pesquisa estimou que menos de 30% dos ativos dos 50 maiores fundos estavam sujeitos à 'integração efetiva', apesar do conteúdo das políticas de investimento.³⁰

Há, no entanto, uma percepção menor dos métodos e processos através dos quais os fatores ASG podem ser implementados na prática. Associações setoriais têm um papel importante na promoção do entendimento e das melhores práticas de integração de fatores ASG nos processos de investimento e de tomada de decisão. Essas associações também podem ajudar a ajustar as orientações para que reflitam a escala e maturidade dos atores do mercado que elas representam.

30 Investimento Responsável no Brasil em 2016: Incorporação ASG por fundos de pensão, Sitawi (maio de 2016)

Associações setoriais podem alavancar o conhecimento existente de organizações como o PRI, que já produziu guias práticos para a integração ASG, incluindo:

- Guia prático para a integração ASG no investimento em renda variável
- Como titulares de ativos podem incentivar o investimento responsável: crenças, estratégias e mandatos
- Política de investimento: processo e prática

Tais ações podem complementar as iniciativas de treinamento já existentes no Brasil, tais como o Instituto Educacional BM&FBOVESPA, que incluiu conteúdo ASG em seu principal currículo de investimento, em resposta às alterações recentes no programa de treinamento da CFA³¹.

A análise de que códigos de conduta voluntários vêm sendo amplamente adotados e têm se provado eficazes para orientar e consolidar a prática setorial (em vários setores e áreas de produtos) fundamenta nossa abordagem recomendada. Exemplos incluem normas e certificações como o ISO 9000³², que aborda vários padrões de qualidade de gestão e o ISO 26000³³, que trata da responsabilidade social das práticas corporativas.

Recomendações: A ABRAPP, a APIMEC e a ANBIMA³⁴ devem continuar a engajar seus associados sobre fatores ASG e identificar áreas específicas de treinamento e conscientização exigidos pelos fatores ASG. Tais organizações podem fazer parcerias com o PRI através da PRI Academy e dos roadshows de integração ASG para difundir o conhecimento sobre as abordagens de integração ASG entre seus respectivos associados. A conscientização e o treinamento ASG devem ser incorporados às principais competências e respectivas certificações para os profissionais representados por estas associações setoriais. Isto poderia ser coordenado pelo COREMEC³⁵ para garantir a ampla adoção e a consistência da abordagem.

3. Relatórios corporativos: O órgão regulador de títulos e valores mobiliários (CVM) deve analisar a eficácia da divulgação de fatores ASG relevantes nos relatórios das companhias brasileiras.

Iniciativas importantes estão em andamento, tanto no país quanto internacionalmente, para melhorar a qualidade e comparabilidade de relatórios corporativos sobre informações ASG relevantes. A intervenção mais recente foi realizada pelo Financial Stability Board (FSB), que criou uma Força-Tarefa para Divulgações Financeiras Relacionadas ao Clima (TCFD) para avaliar o que constituem divulgações financeiras eficientes, consistentes e efetivas de riscos relacionados ao clima³⁶. Nos Estados Unidos, a Securities and Exchange Commission (SEC) conduziu uma análise abrangente de sua estrutura para relatórios de companhias, incluindo a divulgação de informações ASG relevantes³⁷. Vale mencionar também que a SEC iniciou uma análise das práticas de divulgação de companhias com emissão intensiva de carbono, relacionada à determinação de valor de ativos expostos à regulamentação de mudanças climáticas³⁸. A Global Reporting Initiative³⁹ e o International Integrated Reporting Council⁴⁰ têm observado que as companhias continuam a adotar suas normas. Provedores terceirizados de dados também perceberam que a demanda por informações ASG continua a crescer, apesar de que as informações corporativas que conseguem coletar sejam geralmente escassas e difíceis de comparar.

No Brasil, a regulamentação vem desempenhando um importante papel na melhoria da transparência corporativa. O formulário de referência expandido da CVM foi considerado como o propulsor de melhorias na divulgação de governança de entidades brasileiras listadas em bolsa⁴¹. As seções quatro e cinco do formulário de referência encorajam as entidades listadas a se concentrar em e divulgar fatores de risco e riscos de mercado, enquanto a seção sete (na questão 7.8) exige que as companhias listadas divulguem suas

31 CFA exam going green: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-10-20/the-cfa-exam-is-going-green>

32 http://www.iso.org/iso/iso_9000

33 <http://www.iso.org/iso/home/standards/iso26000.htm>

34 Trabalhando através do Grupo de Trabalho de Sustentabilidade da ANBIMA

35 Estrutura regulatória no Brasil: http://www.cvm.gov.br/subportal_inqling/menu/about/jurisdiction.html

36 A Força-Tarefa foi criada em dezembro de 2015

37 Securities and Exchange Commission, Business and Financial Disclosure Required by Regulation S-K <https://www.sec.gov/rules/concept.shtml>

38 <http://www.wsj.com/articles/sec-investigating-exxon-on-valuing-of-assets-accounting-practices-1474393593>

39 GRI: <https://www.globalreporting.org/Pages/default.aspx>

40 IIRC: <http://integratedreporting.org/the-iirc-2/>

41 Detalhado na Instrução CVM 480, de 2009

políticas de sustentabilidade. Várias companhias vêm utilizando o formulário como uma oportunidade para chamar a atenção para suas práticas de sustentabilidade e divulgação para stakeholders, para a iniciativa voluntária da BM&FBOVESPA, para o Relate ou Explique de Sustentabilidade, ou o Relatório Integrado.

A divulgação de políticas “sociais”, tais como ética nos negócios e combate à corrupção⁴² é geralmente encorajada por orientações setoriais, como as do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa⁴³. A divulgação de emissões de gases de efeito estufa foi em parte orientada por normas regulatórias, além de iniciativas de divulgação voluntária (como o Carbon Disclosure Project e o Pacto Global da ONU)⁴⁴. No entanto, a divulgação corporativa somente como cumprimento à regulamentação produz um conjunto limitado de materiais de divulgação para os investidores.

A análise de divulgações corporativas exigiria uma coordenação bastante próxima com a BM&FBOVESPA. A boa governança corporativa demanda que as companhias estejam cientes de e administrem riscos e oportunidades ambientais e sociais. Em nossa opinião, são bem-vindas as revisões realizadas pela BM&FBOVESPA no Novo Mercado, expandindo o engajamento importantíssimo da BM&FBOVESPA com relação aos relatórios ASG e de sustentabilidade.

Neste contexto nacional e internacional, esperamos que os órgãos reguladores e normativos analisem a qualidade e comparabilidade das divulgações ASG pelas companhias brasileiras. Uma premissa para tal análise é que informação relevante ASG é um elemento-chave para contextualizar a análise financeira e deveria ser disponibilizada ao mesmo tempo em que, e em formato comparável com, os dados financeiros.

Recomendações e próximos passos: Propomos que a CVM conduza uma análise da eficácia das divulgações de fatores ASG das companhias brasileiras e realize uma ampla consulta com investidores e seus representantes sobre suas expectativas para a melhoria dos relatórios de riscos climáticos e de informações ASG relevantes. A CVM pode se engajar nesta questão com base nas recomendações baseadas em princípios do TCFD, publicadas em dezembro de 2016⁴⁵.

4. Gestão e engajamento: A CVM deveria adotar o código de gestão (Stewardship Code) da Associação Brasileira de Investidores no Mercado de Capitais (AMEC).

O Brasil é um cenário misto, mas que possibilita cada vez mais as atividades de gestão. A governança corporativa se tornou alvo de atenção no Brasil após a “Lava Jato” e outros grandes escândalos corporativos no país. Os acionistas estão se engajando código vez mais com as companhias em uma vasta gama de temas e em resposta a questões de curto prazo (como a seca de 2014/15). Com frequência, nota-se que muitas grandes companhias brasileiras são controladas, o que significa que as oportunidades para o engajamento de acionistas são mais limitadas do que em outros mercados desenvolvidos. Entendemos que esta tendência esteja mudando.

Atitudes com relação a questões ambientais e sociais dentro do espectro ASG estão se ajustando, e são cada vez mais vistas como relevantes para o desempenho operacional e para as perspectivas financeiras. Os grandes fundos de pensão brasileiros tendem a administrar os ativos internamente⁴⁶. Esta pode ser uma vantagem na condução do engajamento com as companhias investidas, na medida em que entidades menores de previdência complementar enfrentam restrições de capacidade e precisam terceirizar as práticas de engajamento para gestores de investimento. Comparativamente, grandes fundos de pensão brasileiros têm baixa exposição à renda variável, com investimentos significativos em títulos públicos. Esperamos que isto se ajuste com o tempo.

Para nós, é bem-vindo o código da AMEC⁴⁷, que determina uma estrutura para que investidores se engajem de forma estratégica em fatores ASG com suas companhias investidas. Nossos stakeholders apontaram que o código da AMEC e a Resolução 3.792 se complementam.

42 Código IBGC: Em português, 5a Edição – <http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/CMGPPT.pdf>; em inglês – <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/1824495.pdf>

43 Relatório – ESG Disclosure in Brazil: State of the Market. Bloomberg & Sitawi (2016)

44 Tais como as normas da ANEEL – Agência Nacional de Energia Elétrica

45 Relatório e recomendações do TCFD: <https://www.fsb-tcfd.org/publications/>

46 Investimento sustentável nos principais mercados emergentes: http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/f0dd0c8048855cd88cfcde6a6515bb18/IFC_Brief_DoingSL.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=f0dd0c8048855cd88cfcde6a6515bb18

47 Código da AMEC: versão final em português – <http://www.amecbrasil.org.br/wp-content/uploads/2016/10/Codigo-Amec-de-Principios-e-Deveres-dos-Investidores-Institucionais-Stewardship-3.pdf>; em inglês, rascunho para consulta pública – http://www.amecbrasil.org.br/en/wp-content/uploads/2016/06/Brazilian_Stewardship_Code_Draft_for_Public_Consultation.pdf

Exemplos internacionais sugerem que códigos somente são eficazes quando adotados por todo o mercado. Após a adoção, mecanismos de relatório e prestação de contas devem ser incluídos no monitoramento e na supervisão do código. No Reino Unido, a FRC, que supervisiona o UK Stewardship Code, fez uma análise da qualidade dos relatórios em comparação com o código. Tal exercício aumenta a credibilidade do código e o transforma em uma ferramenta para incentivar as melhores práticas.

Com o tempo, o código deve ajudar a qualidade e os recursos comprometidos com atividades de engajamento a se tornarem uma ferramenta para a diferenciação competitiva, em particular entre gestores de ativos. Entendemos que um novo código para engajamento em um mercado onde as práticas de engajamento são novas em grande parte levará tempo para ser aceito, conforme as instituições estudam como aplicar o código e os recursos necessários para fazê-lo.

Recomendações e próximos passos: Para garantir o amplo entendimento e impacto do código, sugerimos que um órgão regulador, como a CVM ou a PREVIC, adote o código de gestão da AMEC e ofereça supervisão e monitoramento ou relatórios com base nele. Antes disso, a AMEC deveria sinalizar ao mercado que espera que seus associados sejam signatários do código e divulguem relatórios significativos com base nele. Após a publicação do Guia de Implementação do código da AMEC, a entidade deveria estabelecer uma transição para o monitoramento do código conforme os primeiros ciclos de relatórios são concluídos.

5. Orientação: Órgãos reguladores e associações setoriais devem oferecer orientação para gestores de ativos e entidades de previdência complementar sobre o escopo e o conteúdo de seus deveres fiduciários.

A orientação regulatória bem estruturada pode servir como catalisador para que fiduciários e seus consultores revisitem estruturas de governança e processos de investimento. As orientações não devem ser somente prescritivas, mas devem detalhar uma estrutura de expectativas nas quais os titulares de ativos, gestores de investimento e prestadores de serviços devem se basear. Como já descrevemos anteriormente neste relatório, orientações já foram publicadas no Reino Unido e no Canadá, e os

stakeholders nesses mercados indicam que elas já estão impactando as expectativas de comportamento do investidor e se transformando em práticas de investimento.

Destacamos também que além dos grandes planos de pensão de titulares de ativos, a indústria de seguros, como importante fornecedora de previdência complementar privada, é tema de atenção renovada em termos regulatórios em outros mercados desenvolvidos, particularmente no contexto de riscos climáticos. Na Califórnia, o Insurance Commissioner implementou requisitos de divulgação para companhias seguradoras com relação a riscos relacionados ao clima⁴⁸. A Prudential Regulatory Authority do Reino Unido, órgão do Bank of England, também realizou uma pesquisa no setor de seguros sobre a adaptação climática⁴⁹.

O relatório *O Dever Fiduciário no Século XXI* recomendou que as orientações sobre o conteúdo do dever fiduciário devem ser esclarecidas pela CVM e pela ANBIMA. Isto seria aplicável a titulares de ativos e gestores de investimento. Complementaria a regulamentação existente, como as Resoluções 3.792 e 4.327 (discutidas acima). Após os comentários de nossos stakeholders, agora estendemos esta análise e propomos que orientações semelhantes devem ser publicadas pela SUSEP com relação a fundos abertos de pensão.

Recomendações: Os órgãos reguladores e as associações setoriais devem (para suas respectivas entidades reguladas e associados):

- Esclarecer que o dever fiduciário demanda que estejam atentos a fatores de longo prazo (incluindo fatores ASG) em seus processos de tomada de decisão e no processo de tomada de decisão de seus representantes;
- Esclarecer que se espera que considerem fatores ASG em seus processos de investimento e tomada de decisão, e se engajar de maneira proativa com as companhias e outras entidades investidas.

Como órgãos reguladores, a CVM e a SUSEP podem fornecer estas orientações através da publicação de normas. Associações setoriais, como a ANBIMA, podem trazer estas orientações na forma de notas de melhores práticas para seus associados.

48 Carta do Insurance Commissioner para a SEC: <https://www.sec.gov/comments/s7-06-16/s70616-222.pdf>

49 Relatório da PRA sobre a indústria de seguros: <http://www.bankofengland.co.uk/prs/Documents/supervision/activities/pradefra0915.pdf>

ANEXO: ÓRGÃOS REGULADORES E ASSOCIAÇÕES SETORIAIS

PREVIC - Superintendência Nacional de Previdência Complementar
(Superintendence of Private Pension Funds)

BM&FBOVESPA S.A. - Bolsa de Valores Mercadorias e Futuros
(BM&FBOVESPA S.A. - Securities, Commodities and Futures
Exchange)

AMEC - Associação de Investidores no Mercado de Capitais (The
Brazilian Association of Capital Market Investors)

APIMEC - Associação dos Analistas e Profissionais de Investimentos
do Mercado de Capitais (National Association of Capital Market
Analysts and Professionals)

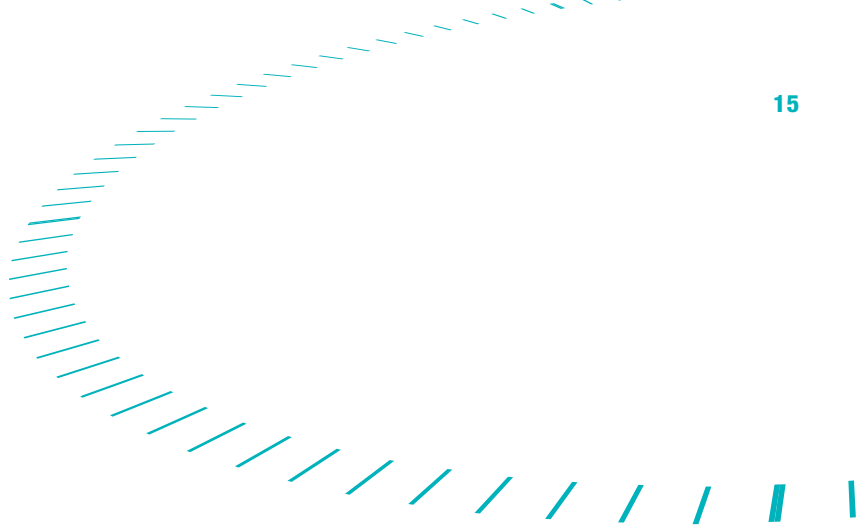
ABRAPP - Associação Brasileira das Entidades Fechadas de
Previdência Complementar (The Pension Fund Association)

ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados
Financeiro e de Capitais (Brazilian Association of Financial and Capital
Markets)

SUSEP - Superintendência de Seguros Privados (Superintendency of
Private Insurance)

CVM - Comissão de Valores Mobiliários (The Brazilian Securities
Regulator)

CMN - Conselho Monetário Nacional (The National Monetary Council)



Sobre o PRI

O PRI trabalha em conjunto com sua rede internacional de signatários para colocar em prática os seis Princípios para o Investimento Responsável. O objetivo dos Princípios é compreender as implicações do investimento sobre temas ambientais, sociais e de governança, além de oferecer suporte para os signatários na integração desses temas com suas decisões de investimento e propriedade de ativos. Os seis Princípios foram criados por investidores e têm o apoio da ONU. Já contam com mais de 1.500 signatários de mais de 50 países, representando US\$ 62 trilhões em ativos. Os Princípios são voluntários e norteadores, oferecendo uma gama de possíveis ações para a incorporação de fatores ASG nas práticas de investimento. Ao implementar os Princípios, os signatários contribuem para o desenvolvimento de um sistema financeiro global mais sustentável. Para maiores informações, visite www.unpri.org.

Sobre a UNEP FI

A Iniciativa Financeira do Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente (UNEP FI), fundada em 1992, é uma parceria inédita entre o Programa das Nações Unidas para o Meio-Ambiente (UNEP) e o setor financeiro global. A UNEP FI trabalha em conjunto com mais de 200 instituições financeiras signatárias das Declarações da UNEP FI, além de várias organizações parceiras, a fim de desenvolver e promover ligações entre a sustentabilidade e o desempenho financeiro. Através de redes de pares, pesquisa e treinamento, a UNEP FI coloca em prática sua missão de identificar, promover e realizar a adoção das melhores práticas ambientais e de sustentabilidade em todos os níveis operacionais das instituições financeiras. Para maiores informações, visite www.unepfi.org.

Sobre a The Generation Foundation

A The Generation Foundation ('Fundação') é a iniciativa de promoção da Generation Investment Management ('Generation'), boutique de investimentos fundada em 2004. A Fundação foi criada junto com a Generation para fortalecer a causa pelo Capitalismo Sustentável. Sua estratégia na busca desta visão é mobilizar titulares de ativos, gestores de ativos, companhias e outros participantes importantes dos mercados financeiros pela causa do Capitalismo Sustentável, além de persuadi-los a alocar capital de acordo com a causa. Para maiores informações, visite www.genfound.org.

CRÉDITOS

Elaborado por: Brian Tomlinson, Will Martindale, Elodie Feller, Melanie Paty e Grace Eddy

