A Portaria Previc nº 728, publicada em 17 de setembro de 2026, detalhou como as entidades fechadas de previdência complementar (EFPC) devem cumprir o dever de avaliar os riscos e impactos ambientais, sociais e de governança (ASG) de seus investimentos, previsto nas normas do Conselho Monetário Nacional e da própria Previc. Ao contrário do que se poderia supor, a norma não exige uma carteira "sustentável" segundo um padrão único nem determina, por si só, mudanças na alocação. O que ela exige, na verdade, é que cada EFPC organize um processo proporcional ao seu porte e à sua complexidade, documentado e capaz de demonstrar como os fatores ASG relevantes foram considerados na análise e na decisão de investimento.1

A implementação da Portaria, porém, ocorrerá em um ambiente com menos informação padronizada do que se previa. Isso porque a Resolução CVM nº 244, de 29 de maio de 2026, retirou a obrigatoriedade de as companhias abertas divulgarem relatório de informações financeiras relacionadas à sustentabilidade segundo os padrões CBPS/ISSB. Com isso, o relatório passou a ser voluntário, embora, quando adotado, deva seguir integralmente esses padrões por pelo menos três exercícios consecutivos. A partir de 2027, a companhia que optar por não publicá-lo deverá explicar ao mercado as razões dessa escolha. É certo que outras fontes de informação continuam disponíveis, mas deixou de existir a perspectiva de uma base de dados comum, periódica e verificada por auditor independente para todas as companhias abertas.2

Para os fundos de pensão, a consequência é prática, pois a análise não poderá depender da existência do relatório CBPS/ISSB e terá de lidar com dados dispersos e com diferentes graus de acesso à informação. Diante desse cenário, este artigo procura mostrar em que pontos da carteira das EFPC essa dificuldade é maior e quais instrumentos as entidades têm para enfrentá-la.

O que a Portaria exige das EFPC

A Portaria parte do Plano ASG, documento em que a entidade define quais carteiras e ativos serão priorizados. Nesses investimentos, a análise de relevância indica onde aprofundar o exame de materialidade, que a norma exige sob duas óticas, a financeira e a de impacto. Em outras palavras, a entidade examina tanto como os fatores ASG podem afetar o desempenho dos investimentos e a solvência do plano quanto como os investimentos afetam o meio ambiente e a sociedade. Por sua vez, o resultado dessa análise deve orientar as decisões, o monitoramento da exposição e a divulgação dos principais resultados. Para dar início a esse processo, o Plano deve ser aprovado pela Diretoria Executiva e pelo Conselho Deliberativo até 30 de junho de 2027, no caso das entidades dos segmentos S1 e S2, e até 31 de março de 2028, no caso das entidades dos segmentos S3 e S4.

A implementação, por sua vez, pode ser progressiva. Os novos fluxos de decisão devem observar os prazos da Resolução Previc nº 23/2023, que são 31 de dezembro de 2027 para os segmentos S1 e S2 e 31 de dezembro de 2028 para os segmentos S3 e S4. Já os investimentos que estão na carteira podem ser analisados gradualmente, conforme plano fundamentado. Nesse caso, a norma não fixa data para a conclusão da revisão, mas exige que o Plano ASG preveja cronograma, critérios de priorização e metas que conduzam à cobertura total da carteira, sujeitos ao acompanhamento da Previc. A entidade, portanto, não precisa rever de uma só vez todos os investimentos já realizados, embora deva demonstrar como e quando chegará lá.3

A principal mudança, contudo, não está na produção de mais um documento, e sim na exigência de que os resultados da análise apareçam, de forma demonstrável, na política de investimentos,4 na alocação estratégica, na seleção e no acompanhamento de gestores externos, no engajamento com contrapartes e nas metas adotadas. A entidade deve conservar registros que mostrem não apenas que o tema foi examinado, mas também se ele influenciou a decisão e de que forma.

Onde a norma pesa na carteira das EFPC

Embora não diga por onde começar, a Portaria oferece os critérios para essa escolha. Na análise de relevância, a entidade pode considerar a participação de cada investimento na carteira, a complexidade de sua estrutura, o potencial de volatilidade e o horizonte de aplicação. Assim, quando esses critérios são aplicados aos segmentos de aplicação definidos pela Resolução CMN nº 4.994/2022, fica claro que o esforço de adaptação não se distribui de maneira uniforme.5

Os números do sistema, por sua vez, ajudam a enxergar esse quadro. Em abril de 2026, a renda fixa respondia por 85,6% da carteira consolidada das EFPC, que somava cerca de R$ 1,35 trilhão, ao passo que a renda variável representava 7,3%, os imóveis 2,8%, as operações com participantes 2,2% e os segmentos estruturado e exterior 0,9% cada. Chama atenção, ainda, que cerca de dois terços do patrimônio (65,7%) estavam aplicados por meio de fundos de renda fixa.6

Tamanho, porém, não se confunde com relevância para fins ASG. Os títulos públicos federais têm grande peso nas carteiras, mas a EFPC não negocia condições com a União, e a análise, nesse caso, tende a se concentrar em riscos macroeconômicos, fiscais e climáticos de alcance amplo. As operações com participantes, por sua vez, têm pouca exposição a fatores ASG. Por outro lado, é no crédito privado, na renda variável e nos segmentos estruturado, imobiliário e exterior que a combinação de complexidade, horizonte longo e dependência de informação do emissor torna a análise mais exigente. Já a gestão por meio de fundos não constitui um segmento à parte, uma vez que atravessa todos eles, tanto que a regulação consolida as posições detidas por fundos com a carteira própria para verificar os limites de aplicação.7 Por isso, os tópicos seguintes tratam do crédito privado, da renda variável e da gestão externa.

No crédito privado, a informação pode ser construída na origem

Na subscrição de debêntures, certificados de recebíveis e outros títulos de dívida privada, a EFPC costuma ter mais facilidade para obter informações antes de investir do que teria ao comprar o mesmo papel no mercado secundário, já que a diligência prévia e a negociação da escritura, do termo de securitização ou dos demais documentos da oferta permitem definir quais dados serão fornecidos, com que periodicidade e em quais situações o emissor deverá comunicar eventos relevantes.

Isso não significa transformar toda emissão em título rotulado como sustentável nem exigir de todo emissor o relatório completo CBPS/ISSB. Ao contrário, as informações solicitadas devem guardar relação com os riscos e impactos do projeto, do setor e da operação. Em infraestrutura, por exemplo, podem ser relevantes o licenciamento ambiental e suas condicionantes, as emissões de gases de efeito estufa, o uso de recursos naturais, as comunidades afetadas e os riscos climáticos físicos e de transição. Já no crédito ligado ao agronegócio, ganham peso a rastreabilidade da cadeia de produtores, o desmatamento e as condições de trabalho. Aliás, a própria Portaria reforça essa leitura, pois permite classificar diretamente como relevantes os investimentos em empresas de setores sujeitos a licenciamento ambiental e traz, em anexo, uma lista exemplificativa de eventos de risco ASG, como o descumprimento de condicionantes do licenciamento, o desmatamento, o trabalho em condições análogas à escravidão e os danos a comunidades tradicionais, cuja exposição deve ser justificada.8

Quando esses elementos forem materiais, os documentos da operação poderão prever relatórios periódicos, acesso a documentos, comunicação tempestiva de ocorrências graves e consequências para o descumprimento dessas obrigações de informação. Em determinados casos, também poderão prever reuniões com o emissor, planos de correção ou a atuação do agente fiduciário.9 Em qualquer caso, a medida adequada dependerá do risco envolvido e do poder de negociação da entidade. Por outro lado, a ausência do relatório padronizado, por si só, não obriga a EFPC a deixar de investir ou a desinvestir.

No mercado secundário, a situação é diferente, pois quem adquire o título não pode renegociar sozinho a escritura já emitida. Nesse caso, a EFPC terá de combinar informações públicas, dados de terceiros, diligência própria e, quando viável, engajamento com o emissor ou com o gestor. Se persistirem limitações, deverá registrá-las e explicar por que a informação disponível foi

considerada suficiente para a decisão ou, conforme o caso, por que a exposição foi reduzida, evitada ou submetida a acompanhamento adicional.

Na renda variável, o engajamento ganha peso

Se, no crédito privado, a informação pode ser negociada na origem, na renda variável a situação é outra. É nesse segmento que a mudança promovida pela Resolução CVM nº 244 se faz sentir de modo mais direto, porque são as companhias abertas que agora decidem se publicam ou não o relatório CBPS/ISSB. Para a EFPC acionista, essa decisão e a justificativa que a companhia apresentar ao mercado passam a ser, elas próprias, informações úteis para a análise de materialidade, ao lado dos dados ASG que já constam do formulário de referência.10

Embora não negocie escritura, o acionista tem voto e voz. A Portaria exige que os resultados da análise se reflitam nas políticas de engajamento com gestores e contrapartes, o que, na renda variável, se traduz no exercício do voto em assembleias, no diálogo com a administração das companhias e na participação em iniciativas coletivas de investidores. Além disso, a norma pede detalhamento maior sobre as grandes exposições individuais, situação comum em entidades com participações relevantes em poucas companhias.11 Contudo, quando as ações são detidas por meio de fundos, esse papel passa ao gestor, e a EFPC deve verificar se a política de voto dele é coerente com suas próprias diretrizes.

Na gestão externa, delegar não transfere a responsabilidade

Tanto no crédito privado quanto na renda variável, boa parte das posições é detida por meio de fundos, e a Portaria trata diretamente dessa gestão delegada. Assim, quando a EFPC confia, total ou parcialmente, a gestão de seus recursos a gestores ou administradores fiduciários externos, deve assegurar, nos contratos e no acompanhamento dos serviços, que eles adotem práticas de integração ASG compatíveis com as diretrizes da Portaria. A entidade pode utilizar os relatórios desses prestadores como subsídio, mas continua responsável por atuar com diligência.12 Como a maior parte do patrimônio do sistema está aplicada por meio de fundos, é nesse ponto que se concentra boa parte do trabalho de adaptação.

A EFPC precisa, portanto, avaliar se o gestor dispõe de política, equipe, metodologia e acesso a dados compatíveis com o tipo de ativo. Além disso, deve definir quais informações receberá, como os critérios utilizados na seleção dos investimentos, os temas considerados materiais, as ocorrências graves, as medidas de mitigação, os engajamentos realizados e a influência desses fatores nas decisões do fundo. Um relatório genérico de sustentabilidade do gestor, sem informações específicas sobre a carteira, tende a não ser suficiente.

No entanto, a profundidade dessa avaliação varia conforme a classe de ativo. Em um fundo concentrado em títulos públicos, a análise tende a ser mais simples, ao passo que, nos fundos de crédito privado, de ações, de participações e imobiliários, a informação relevante está nas empresas investidas, nos projetos ou nos emissores, e não necessariamente no próprio fundo. Nesse grupo, a infraestrutura é o exemplo mais nítido, pois reúne prazo longo, licenciamento ambiental, riscos na implantação de obras, relações com comunidades e territórios, mudanças regulatórias e riscos climáticos. Já nos fundos no exterior, a informação costuma ser mais farta, mas segue padrões próprios, como a regulação europeia de divulgação de sustentabilidade, que nem sempre coincidem com a dupla materialidade exigida pela Portaria. Vale lembrar, ainda, que, para as entidades dos segmentos S3 e S4, a norma admite análises mais agregadas, com base em dados setoriais, índices de mercado e informações de terceiros, desde que as exposições relevantes sejam identificadas.13

Além da classe de ativo, a estrutura do fundo também faz diferença. Em fundos exclusivos ou restritos, ou quando a EFPC é investidora relevante desde a constituição do veículo, há mais espaço para prever obrigações no regulamento, em anexos, em compromissos de investimento, em contratos ou em cartas laterais. Já nos fundos abertos a vários cotistas, que são a situação mais comum, a entidade tem menor capacidade de impor alterações e, por isso, ganham importância a

seleção e a comparação entre gestores, o monitoramento contínuo, o voto nas assembleias, os pedidos de informação e os critérios para novos aportes.

Será necessário alterar os regulamentos dos fundos?

Não há uma resposta única. Afinal, a Portaria exige que as práticas do gestor e do administrador sejam compatíveis com as suas diretrizes, mas não determina a alteração de todos os regulamentos. Por isso, convém, antes de tudo, mapear os instrumentos existentes e verificar se eles já asseguram acesso à informação, rastreabilidade, integração dos fatores ASG e mecanismos de acompanhamento suficientes.

Feito esse mapeamento, a alteração do regulamento tende a ser necessária quando obrigações essenciais dependem da disciplina do próprio fundo, como os deveres de reporte aos cotistas, os critérios de investimento, a governança, o acesso a informações das empresas investidas, a comunicação de eventos ou as competências da assembleia. Em outros casos, o contrato de gestão, o compromisso de investimento, um anexo operacional, uma carta lateral ou um procedimento de monitoramento podem ser instrumentos mais adequados.

Quanto aos fundos em que a entidade já investe, a revisão deve considerar a viabilidade jurídica, o quórum exigido na assembleia de cotistas, o custo e o poder de influência da EFPC.14 Como a norma admite tratamento gradual dos investimentos existentes, não seria razoável presumir que toda relação já estabelecida deva ser renegociada imediatamente. Para novos fundos e novos compromissos, porém, incluir as exigências desde a diligência e a negociação inicial tende a ser mais simples e efetivo.

Em síntese, o trabalho consiste em relacionar os dados necessários à análise com quem os produz e com o instrumento capaz de garantir o acesso a eles, sem perder de vista o modo como eventual insuficiência de informação influenciará a decisão e o monitoramento. Essa abordagem evita alterações genéricas e concentra o esforço nos pontos em que a informação é de fato relevante.

Da conformidade à gestão

Por tudo isso, crédito privado, renda variável e fundos geridos por terceiros são candidatos naturais às etapas iniciais do Plano ASG, pois concentram a dependência de informação do emissor, a possibilidade concreta de engajamento e a maior parte do patrimônio do sistema. Além disso, permitem observar com mais nitidez a diferença entre avaliar o risco financeiro do investimento e avaliar os impactos que ele produz.

Nada disso significa que a Portaria nº 728 elimine a discricionariedade da EFPC ou afaste o dever fiduciário e os princípios de segurança, solvência, liquidez, rentabilidade e diversificação que orientam a gestão dos investimentos. Seu efeito, na verdade, é qualificar o processo decisório, na medida em que a entidade passa a ter de definir prioridades, pedir as informações compatíveis com a exposição, registrar limitações, acompanhar gestores e demonstrar como chegou à decisão.15

Ao mesmo tempo, a Resolução CVM nº 244 tornou esse trabalho mais dependente da diligência e da capacidade de negociação contratual dos investidores. Para os fundos de pensão, a resposta mais consistente é identificar os dados realmente necessários e assegurar que emissores, gestores e veículos de investimento os forneçam no momento, no nível e pelo instrumento adequados. É nessa passagem da obrigação abstrata para a prática de investimento que o Plano ASG será efetivamente testado.

***Carlos Alberto Barros** é membro da Comissão Técnica de Assuntos Jurídicos da Abrapp e mestre em Direito e Finanças. Pedro Lehmann Baracui é especialista em Direito Ambiental e Finanças Sustentáveis.

Notas:

[1] BRASIL. Superintendência Nacional de Previdência Complementar. Portaria Previc nº 728, de 16 de setembro de 2026, arts. 1º a 5º. Diário Oficial da União: seção 1, edição extra D, Brasília, DF, 17 set. 2026, p. 19. Conforme o preâmbulo da Portaria, esse dever decorre do art. 10, §§ 4º e 5º, da Resolução CMN nº 4.994, de 24 de março de 2022, com a redação dada pela Resolução CMN nº 5.202, de 27 de março de 2025, e dos arts. 368-A a 368-D da Resolução Previc nº 23, de 14 de agosto de 2023, incluídos pela Resolução Previc nº 26, de 16 de dezembro de 2025.

[2] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resoluções CVM nº 193, de 20 de outubro de 2023, e nº 244, de 29 de maio de 2026; Ofício-Circular nº 2/2026/CVM/SNC/SEP, de 27 de agosto de 2026.

[3] Portaria Previc nº 728/2026, arts. 3º, §§ 3º e 4º, 4º e 12. Ver também o art. 368-D da Resolução Previc nº 23/2023, com a redação dada pela Resolução Previc nº 26/2025. Sobre o cronograma e as metas de cobertura dos investimentos em carteira, ver os arts. 3º, § 1º, 5º, IV e V, e 17 da Portaria.

[4] Resolução Previc nº 23/2023, art. 212, VII, “h”, incluído pela Resolução Previc nº 26/2025, o qual exige que a política de investimentos descreva a metodologia adotada para a análise da materialidade e da relevância dos fatores ASG.

[5] Portaria Previc nº 728/2026, art. 7º, § 1º; Resolução CMN nº 4.994/2022, art. 20, que classifica os investimentos nos segmentos de renda fixa, renda variável, estruturado, imobiliário, operações com participantes e exterior.

[6] ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (ABRAPP). Consolidado Estatístico, abr. 2026. Carteira consolidada por tipo de aplicação.

[7] Resolução CMN nº 4.994/2022, art. 32.

[8] Portaria Previc nº 728/2026, art. 7º, § 2º, e Anexo Único, arts. 2º, II e VI, e 3º, I e IV.

[9] Sobre os deveres do agente fiduciário, ver a Resolução CVM nº 17, de 9 de fevereiro de 2021.

[10] Resolução CVM nº 59, de 22 de dezembro de 2021, que incluiu informações ASG no formulário de referência, hoje disciplinado pela Resolução CVM nº 80, de 29 de março de 2022.

[11] Portaria Previc nº 728/2026, arts. 12, IV, e 14, I, “b”.

[12] Portaria Previc nº 728/2026, arts. 11, 12 e 16. Ver também o art. 368-D, § 1º, da Resolução Previc nº 23/2023, que admite o uso de documentos emitidos pelos prestadores de serviços, preferencialmente com acreditação.

[13] Portaria Previc nº 728/2026, art. 15, II.

[14] A alteração do regulamento segue o regime da Resolução CVM nº 175, de 23 de dezembro de 2022, inclusive quanto à competência da assembleia de cotistas e aos quóruns de deliberação.

[15] Portaria Previc nº 728/2026, art. 1º, §§ 2º e 3º, e art. 12.

Fonte: Abrapp em Foco, em 22.10.2026.