

O PAPEL DA CVM E A RESOLUÇÃO 175: A NECESSIDADE DE REGULAMENTAÇÃO ESPECÍFICA DE CRITÉRIOS ASG PARA A SEGURANÇA JURÍDICA DO INVESTIDOR EM FUNDOS DE INVESTIMENTO

THE ROLE OF CVM AND RESOLUTION 175: THE NEED FOR SPECIFIC REGULATION OF ESG CRITERIA FOR TRANSPARENCY AND LEGAL CERTAINTY FOR INVESTORS IN INVESTMENT FUNDS

Isadora Prado Pareschi¹

Graduando em Direito

Cristiano Gomes de Brito²

Professor Orientador. Doutor

RESUMO:

O presente artigo examina a atividade regulatória da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) frente ao novo marco regulatório dos fundos de investimento no Brasil, consubstanciado na Resolução CVM 175, especificamente no que tange aos elementos e à estrutura de critérios ASG. Nesse contexto, busca-se examinar o artigo 49 da referida norma, o qual constitui o único dispositivo a dispor sobre parâmetros ASG no regulamento, a fim de expor a aparente insuficiência e superficialidade da diretriz regulatória. Para tanto, através de uma vertente metodológica qualitativa, de natureza exploratória, visto que se trata de uma norma recente, analisa-se estrutura normativa com o objetivo de demonstrar a fragilidade de tal dispositivo. Assim constatar como a generalidade e a discricionariedade advinda da natureza meramente procedimental do artigo corrobora para assimetrias informacionais e fragiliza a situação do investidor. Depreende-se que é necessário uma formulação de diretrizes pormenorizadas pela autarquia para garantir a efetiva transparência e a segurança jurídica do setor.

Palavras-chave: CVM. Resolução 175. Fundos de Investimento. ASG. Critérios Regulatórios.

ABSTRACT:

This article examines the regulatory activity of the Brazilian Securities and Exchange

¹ Graduanda do curso de Direito, pela Faculdade de Direito Professor Jacy de Assis da Universidade Federal de Uberlândia (FADIR-UFU). Linha de pesquisa voltada ao Direito Societário, Mercado de Capitais e Finanças Sustentáveis aplicadas ao ecossistema regulatório nacional. Contato: isadora.pareschi@ufu.br.

² Professor Titular da Faculdade de Direito Professor Jacy de Assis, da Universidade Federal de Uberlândia (FADIR-UFU). Doutor em Direito Empresarial pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG - 2006), Mestre em Direito Comercial pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG - 2002) e Especialista em Direito Processual Civil pela Universidade Federal de Uberlândia (UFU - 2000). Advogado. Autor do livro *Sociedade Limitada & Cessão de Quotas* (Jurua, 2007) e de diversos ensaios científicos, com ênfase de pesquisa em Direito Societário, Contratos, Processo de Execução, Falências e Títulos de Crédito.

Commission (CVM) in light of the new regulatory framework for investment funds in Brazil, embodied in CVM Resolution 175, specifically regarding the elements and structure of ESG criteria. In this context, it seeks to examine Article 49 of said regulation, which is the only provision addressing ESG parameters, in order to expose the apparent insufficiency and superficiality of the regulatory guideline. To this end, through a qualitative, exploratory methodological approach, given that it is a recent regulation, the normative structure is analyzed with the aim of demonstrating the fragility of this provision. Thus, it seeks to ascertain how the generality and discretion arising from the merely procedural nature of the article contribute to informational asymmetries and weaken the investor's position. It is concluded that a detailed formulation of guidelines by the regulatory body is necessary to guarantee effective transparency and legal certainty in the sector.

Keywords: CVM. Resolution 175. Investment Funds. ESG. Regulatory Criteria.

1. INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem como objeto o papel da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) na atuação regulatória quanto à Resolução 175, especificamente no que tange ao dispositivo que disciplina os critérios ASG³. O principal objetivo é analisar a robustez do artigo 49 da referida norma para constatar as falhas. A partir dessa análise pretende-se propor uma estrutura regulatória que traga mais transparência e segurança jurídica ao investidor na alocação de recursos em fundos de investimento.

A partir desse milênio, identifica-se uma tendência mundial no mercado financeiro, uma abordagem voltada aos critérios ASG (tradução do inglês *ESG - Environmental, Social, and Governance*), que incorpora premissas para investimentos responsáveis e consolida uma tendência irreversível (Brasil, 2023). Os ativos que incorporam métricas socioambientais têm ganhado um protagonismo e atraído interesse dos investidores, o que se intensificou após a pandemia da Covid-19 e pela urgência do tema das mudanças climáticas (B3, 2022). Por isso, há um movimento que impulsiona uma estruturação do mercado para atender a essa demanda.

Nesse sentido, as estratégias de alocação de recursos têm privilegiado os investimentos que consideram fatores ambientais, sociais e de governança. Assim, o presente estudo procura verificar como a estrutura normativa brasileira, com foco nos fundos de investimento, se movimentou para adaptar-se a esse cenário e combater a desinformação.

³ “Em 2004, a iniciativa Who Cares Wins, do Pacto Global da ONU, propôs os Princípios ESG, que consistem em fatores usados para avaliar o comprometimento das organizações com o desenvolvimento sustentável, a responsabilidade social e as boas práticas de governança corporativa.” (Marx, 2023, p. 119). No âmbito da gestão de ativos, o conceito é compreendido como uma “abordagem de gestão de ativos em que os investidores reconhecem explicitamente a relevância de fatores ambientais, sociais e de governança em suas decisões de investimento” (B3, 2023, p. 10)

No Brasil, a Resolução CVM nº 175 regulamenta o funcionamento dos fundos de investimento sob a égide da Lei de Liberdade Econômica (Lei nº 13.874/2019) e da Lei nº 6.385/1976. Ela incluiu a questão da sustentabilidade, mas de forma muito breve, abordando os temas de ASG e finanças sustentáveis apenas em um artigo isolado (Artigo 49). Procura-se demonstrar como o atual arcabouço regulatório, para além das Leis nº 6.385/1976 e nº 13.874/2019, restringe-se a formas vagas e genéricas, trazendo uma discricionariedade excessiva e uma obscuridade que não criam uma obrigação jurídica dotada de coercitividade.

Inicialmente é importante pontuar que o regulamento de um fundo de investimento é o documento soberano pelo qual o fundo se rege. Ele funciona como a lei privada que vincula obrigatoriamente os cotistas e os prestadores de serviços essenciais (administradores e gestores) (Resolução CVM nº 175, 2023). A título de exemplificação, tamanha é a sua importância que a norma se preocupa em estabelecer o que deve e o que não deve estar contido nele. Dessa forma, diante do relevante papel do regulamento, uma disposição superficial deixa o mercado sem balizas rígidas. Assim, a ausência de definições específicas sobre critérios socioambientais e como o fundo integra aspectos ASG em um regulamento, deixa o investidor severamente exposto ao risco de *greenwashing*⁴ e à indução a erro (Gama, 2024).

A desinformação pode induzir os investidores de forma equivocada, uma vez que quando a norma não estabelece de fato os limites e os devidos contornos do que é preciso estipular no regulamento, invariavelmente a escassez de informações quanto aos impactos benefícios metodologias afasta o investidor do real potencial socioambiental do ativo, causando uma clara ausência de transparência (Gama, 2024).

Além disso, a lacuna deixada pela norma pode comprometer a estabilidade do mercado pois gera zonas cinzentas regulatórias e vulnerabilidade hermenêuticas, deixando os investidores sem balizas nítidas. Fator que se torna mais preocupante quando não se tem notícias de repressão contra os gestores e administradores que falharam na divulgação de aspectos ASG no regulamento (Gama, 2024).

Diante do cenário exposto, se faz necessário pensar em uma resolução mais específica e detalhada para disciplinar os critérios, ou seja, para aprimorar o arcabouço normativo.

⁴“O termo descreve uma situação em que se promove uma imagem ambiental positiva que não corresponde à realidade” (PAGGOTTO, 2013, p. 44 *apud* CÂMARA, 2023, p. 104); “trata-se de uma criação de falsas informações, duvidosas ou oportunistas, que podem induzir terceiros a conclusões equivocadas” (BRITO, 2019, p. 57 *apud* CÂMARA, 2023, p. 104).

Propomos, portanto, um caminho regulatório viável para auxiliar na construção de um ambiente de investimento robusto e transparente.

2. REVISÃO DA ESTRUTURA NORMATIVA

A fundamentação do presente trabalho se baseia na estrutura normativa atual, abrangendo as premissas que sustentam o papel da Comissão de Valores Mobiliários, o detalhamento das suas atribuições e a análise da estrutura da recente resolução que gera o atrito com segurança jurídica para com o investidor. Assim, exige-se correlacionar o poder normativo da autarquia reguladora com o exame literal do artigo 49 da Resolução CVM nº 175 e a implicação da falta de critérios detalhados sobre o princípio da segurança jurídica. Para compor a estrutura temos as Leis nº 6.385/1976 e a Lei nº 13.874/2019 que tratam da constituição e atuação da Comissão de Valores Mobiliários, bem como seu papel para com os fundos de investimento, e algumas outras resoluções correlatas que merecem menção.

A Lei nº 6.385/1976 foi o principal marco regulatório do mercado financeiro brasileiro, tendo criado a Comissão de Valores Mobiliários além de estipular as regras para emissão, distribuição e negociação de valores mobiliários. Já a Lei da Liberdade Econômica (Lei 13.874/19) trouxe um efetivo marco legal para os fundos de investimento, que foi incorporado nos artigos 1.368-C a 1.368-F do Código Civil.

Dessas normas, extrai-se a necessidade de equilibrar a conservação da confiabilidade do mercado e a proteção contra assimetrias de informação com o princípio da intervenção subsidiária e excepcional do Estado na atividade econômica, pilar introduzido pela Lei nº 13.874/2019 (Gama, 2024).

No cerne da estrutura normativa, encontra-se a Resolução CVM nº 175, que carece de critérios objetivos como se demonstrará a seguir. A resolução apresenta diretrizes abertas no que tange à sustentabilidade, e o seu artigo 49, dispositivo que trata diretamente do tema, possui uma natureza meramente procedimental, deixando a critério dos gestores a definição de suas metodologias de classificação.

A tentativa de adaptação aos padrões globais de sustentabilidade se materializou na edição da Resolução CVM nº 193, importante instrumento legal para o tema pois instituiu a divulgação padronizada de relatórios de sustentabilidade alinhados aos padrões internacionais do ISSB (normas IFRS S1 e S2). Porém, tal norma, apesar de importante para o

monitoramento de ativos financeiros que integram fatores socioambientais e de governança, possui caráter facultativo, não prevendo a obrigatoriedade de adesão à norma.

Cumpre pontuar que há dentro dessa estrutura legal macro a Resolução CVM nº 80, que estabelece os mecanismos de divulgação periódica de informações quanto aos valores mobiliários negociados em mercado regulamentado. O texto legal traz uma estrutura densa quanto às obrigações de transparência ASG, contudo, exclui regularmente o setor de fundos. Dessa forma, ao excluir os fundos de investimento de seu escopo, deixam a gestão de recursos subordinada apenas à superficialidade do artigo 49 da Resolução CVM nº 175, comprometendo a segurança jurídica do investidor que procura alocar seus recursos em investimentos sustentáveis.

No mesmo panorama normativo, impõe-se a análise da Resolução CVM nº 160, de 13 de julho de 2022. Este ato normativo disciplina as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, incorporando exigências informacionais atreladas a aspectos ASG. Contudo, tal norma aplica-se restritivamente a fundos fechados, prevendo, inclusive, em seu artigo 8º, hipóteses em que não precisa ser observada. Ademais, a Resolução nº 160 limita-se à esfera da publicidade e da oferta, sem adentrar na definição do conteúdo material que deve constar no regulamento do fundo, o que é agravado pelo fato de que para ofertas direcionadas a investidores profissionais é dispensada a divulgação de lâmina e prospecto. Portanto, esse arcabouço não supre a lacuna aqui discutida, pois persiste a ausência de norma cogente que discipline o conteúdo mínimo e específico dos regulamentos que se autodenominam ASG.

2.1 A COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM): Atribuições e escopo de responsabilidades

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) foi criada pela Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, consolidando-se como o pilar institucional do mercado de capitais brasileiro. Conforme artigo 5º (Brasil, 1976), foi instituída sob a forma de autarquia federal em regime especial e vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente e ausência de subordinação hierárquica, o que lhe garantiu autonomia financeira e orçamentária necessárias para o exercício de suas funções.

A CVM possui uma função normativa fundamental na regulação do mercado de capitais. Por meio dessa competência, a autarquia dita as regras sobre o funcionamento do

mercado, disciplinando a habilitação técnica dos participantes e, especificamente em relação ao setor de fundos de investimento, os parâmetros operacionais de funcionamento do fundo, o conteúdo mínimo obrigatório dos regulamentos, bem como as normas de conduta e governança a serem observadas pelos administradores e gestores. Esse papel encontra respaldo no artigo 18º da Lei nº 6.385/1976, que expressamente confere à CVM a competência para:

Art. 18. Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

I - editar normas gerais sobre:

- a) condições para obter autorização ou registro necessário ao exercício das atividades indicadas no art. 16, e respectivos procedimentos administrativos;
- b) requisitos de idoneidade, habilitação técnica e capacidade financeira a que deverão satisfazer os administradores de sociedades e demais pessoas que atuem no mercado de valores mobiliários;
- c) condições de constituição e extinção das Bolsas de Valores, entidades do mercado de balcão organizado e das entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários, forma jurídica, órgãos de administração e seu preenchimento; [...] (Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976)

Entre as suas atribuições, destaca-se o dever de proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e fraudes, além de coibir a manipulação artificial de preços no mercado, conforme inciso IV do artigo 4º da Lei nº 6.385/1976. Ademais, para garantir a eficiência desse ecossistema e reduzir as assimetrias informacionais que prejudicam o investidor, a CVM tem o compromisso de assegurar o acesso, amplo e transparente, do público a informações sobre os valores mobiliários negociados, conforme inciso VI do artigo 4º.

O legislador conferiu, ainda, à CVM um robusto poder investigativo e de fiscalização para realizar o controle e monitoramento do mercado (inciso III, artigo 8º da Lei nº 6.385/1976). Assim, a autarquia possui prerrogativa legal para apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas, aplicar aos autores das infrações penalidades, examinar e extrair cópias de registros contábeis, livros ou documentos dos fundos de investimento, entre outras atribuições estabelecidas no artigo 9º da Lei nº 6.385/1976.

Diante de tal escopo, a CVM atua na proteção do mercado de capitais ao exercer seu poder punitivo. De acordo com o artigo 11º da Lei nº 6.385, a CVM pode impor severas sanções aos infratores ao constatar infrações à legislação societária, de mercado ou às suas

próprias resoluções, podendo aplicar advertência, multas, suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades entre outras.

Portanto, como órgão regulador setorial, a autarquia carrega o dever legal e a função sistêmica de garantir a segurança jurídica, um preceito constitucional que demanda normas dotadas de clareza, previsibilidade e densidade conceitual.

2.2 A RESOLUÇÃO CVM Nº 175 E O ISOLAMENTO DO ARTIGO 49 NA DISCIPLINA ASG

A modernização do arcabouço regulatório dos fundos de investimento foi impulsionado pela publicação da Lei de Liberdade Econômica (Lei nº 13.874, 2019). Tal legislação inseriu, no Código Civil (Brasil, 2002), dispositivos que definem o fundo de investimento como um condomínio de natureza especial (art. 1.368-C, CC, 2002), além de reforçar o papel da CVM, já estabelecido pela Lei nº 6.385, quanto à função normativa relativa aos regulamentos dos fundos (art. 1.368-D, CC, 2002).

Nesse cenário, a Resolução CVM nº 175 veio para representar um marco importante na indústria de fundos de investimento pois foi ela que revogou dezenas de instruções anteriores (a exemplo das antigas ICVM 555 e ICVM 356) para unificar as regras aplicáveis aos fundos de investimento em um único corpo regulatório (Moroni, 2025). É composta por uma parte geral aplicável a todas as modalidades de fundos e pelos “Anexos” que disciplinam de forma individualizada cada tipo de fundo, tais como os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) (“Anexo Normativo II”) e os Fundos de Investimento em Participações (FIP) (“Anexo Normativo IV”).

Essa formação confere maior flexibilidade e dinamismo à norma, pois permite que alterações futuras em setores específicos ocorram por meio de modificações pontuais nos anexos, preservando os aspectos macro tratados na parte geral da norma. Contudo, como consequência, transfere-se aos regulamentos de cada fundo uma carga substancial de detalhamento quanto aos critérios e ao desenho da operação.

Embora evidencie-se um avanço estrutural promovido pela norma, esse avanço não recepcionou de maneira satisfatória as matérias socioambientais. O diploma legal dispõe apenas de um comando legal para tratar das exigências de diretrizes ligadas à sustentabilidade, restringindo a disciplina do tema ao seu artigo 49, cuja redação transcreve-se a seguir:

Art. 49. O regulamento do fundo e o anexo descritivo da classe de cotas cuja denominação contenha referência a fatores ambientais, sociais e de governança, tais como “ESG”, “ASG”, “ambiental”, “verde”, “social”, “sustentável” ou quaisquer outros termos correlatos às finanças sustentáveis, deve estabelecer:

I – quais os benefícios ambientais, sociais ou de governança esperados e como a política de investimento busca originá-los;

II – quais metodologias, princípios ou diretrizes são seguidas para a qualificação do fundo ou da classe, conforme sua denominação;

III – qual a entidade responsável por certificar ou emitir parecer de segunda opinião sobre a qualificação, se houver, bem como informações sobre a sua independência em relação ao fundo; e

IV – especificação sobre a forma, o conteúdo e a periodicidade de divulgação de relatório sobre os resultados ambientais, sociais e de governança alcançados pela política de investimento no período, assim como a identificação do agente responsável pela elaboração do relatório.

Parágrafo único. Caso a política de investimento integre fatores ambientais, sociais ou de governança às atividades relacionadas à gestão da carteira, mas não busque originar benefícios ambientais, sociais ou de governança, fica vedada a utilização dos termos referidos no caput, devendo o regulamento dispor acerca da integração dos referidos fatores à política de investimento. (Resolução CVM nº 175, 2023).

A análise do referido artigo revela a natureza puramente procedimental do dispositivo. Ao omitir a definição de benefícios socioambientais, evitar padronização metodológica e conferir caráter opcional no inciso III, a norma autoriza que os gestores definam, arbitrariamente, os parâmetros de sustentabilidade de seus fundos.

Ao não estabelecer pilares mínimos, delegando aos regulamentos tamanha discricionariedade, a CVM esvazia a força cogente esperada da regulação, acentuando a assimetria informacional e deixando o investidor vulnerável a interpretações subjetivas que facilitam a prática de *greenwashing*. Carece, portanto, de densidade normativa necessária para combater o *greenwashing* e trazer segurança jurídica ao investidor.

Nesse contexto, a omissão regulatória da autarquia torna-se ainda mais evidente quando se analisa o artigo 60 da Resolução CVM nº 175 em contraponto ao seu artigo 49. O referido artigo 60 determina que o material de divulgação que contiver menção a fatores ambientais, sociais ou de governança deve informar, de modo objetivo, se o fundo busca originar benefícios socioambientais ou se apenas integra esses fatores à política de investimentos. Entretanto, a CVM falha ao exigir clareza e objetividade apenas na publicidade, enquanto mantém a redação do artigo 49, que trata do regulamento do fundo, baseada em enunciados que não impõem padrões materiais de aferição. Frisa-se que regulamento é o documento jurídico soberano, funcionando como a lei privada que rege a

comunhão de recursos e vincula, de forma cogente, a atuação dos prestadores de serviço e o patrimônio dos cotistas.

2.3 A LACUNA NORMATIVA E O IMPACTO NA SEGURANÇA JURÍDICA

A Resolução CVM nº 175, apesar de avançar ao exigir que o fundo declare se adota ou não parâmetros de critérios ambientais, sociais e de governança (ASG), não fixou uma sistemática padrão quanto à metodologia, à definição e à obrigatoriedade, como demonstrado anteriormente. Quando a norma se limita a enunciados genéricos, transfere-se ao intérprete uma discricionariedade excessiva.

Dessa maneira, a falta de densidade impositiva e material sobre o que de fato deve ser incorporado ao regulamento quanto aos ativos sustentáveis cria uma lacuna jurídica. Nesse cenário, e considerando a crescente procura por ativos sustentáveis (CVM, 2022), a incorporação de fatores ambientais, sociais e de governança no regulamento não necessariamente consegue estabelecer a previsibilidade e a calculabilidade das estratégias de investimento adotadas. Tal imprecisão eleva o risco de *greenwashing*, uma vez que a ausência de diretrizes claras permite que usem a promessa de sustentabilidade para atrair captação financeira e induzir investidores a conclusões equivocadas por meio de informações oportunistas.

O regulamento, como documento jurídico soberano de um fundo de investimento, funcionando como lei privada que rege a comunhão de recursos, precisa de dispositivos suficientes que definam, com clareza matemática e jurídica, os pilares dos investimentos ASG. A falta de uniformidade pode fazer com que fundos com premissas idênticas atuem de forma assimétrica, prejudicando a previsibilidade e estabilidade das operações. É nesse cenário, dotado de imprevisibilidade, que se gera um campo fértil para insegurança jurídica (Francisco, 2012).

A título de comparação, nos Estados Unidos da América os fundos de investimento que adotem denominação que indique características ASG precisam alocar ao menos 80% de sua carteira em ativos que efetivamente cumpram aquelas qualidades informadas na nomenclatura (Gama, 2024). No Brasil, por outro lado, não há exigência matemática para que o fundo seja autorizado a usar nomenclatura que indique características ASG, o que evidencia uma lacuna normativa.

Nesse vácuo regulatório, cabe observar que, no panorama nacional, a ausência de um

regramento estatal exaustivo foi parcialmente suprida pela atuação da ANBIMA, que estabeleceu normas de autorregulação, como regras e procedimentos para investimentos sustentáveis e aspectos ASG aplicáveis a gestores e fundos de investimento. Entretanto, a prevalência desse modelo privado, embora pioneiro, acaba por consolidar um ambiente propício à insegurança jurídica, dada a sua natureza normativa limitada.

Essa autorregulação possui caráter associativo e adesão voluntária, encontrando um obstáculo institucional relevante na inexistência de poder normativo e de competência sancionadora. Apenas a CVM, na condição de autarquia federal instituída pela Lei nº 6.385/1976, detém a prerrogativa para regular, fiscalizar e sancionar irregularidades. Essa abstenção estatal desnatura o dever de tutela da autarquia e subtrai do investidor a segurança jurídica necessária, perpetuando um quadro de incerteza.

Essa precariedade das soluções privadas reforça a falha do marco regulatório estatal, visto que a norma é falha em criar consistência, uma vez que não estipula uma metodologia oficial nem estabelece métricas comparáveis, permitindo que cada fundo crie sua própria "régua" de sustentabilidade (Câmara, 2021). Ao editar a nova resolução (Resolução CVM nº 175), omitindo padrões mínimos e obrigatórios sobre critérios ASG, a CVM transfere ao regulamento do fundo uma discricionariedade excessiva, o que esvazia o mercado de capitais de uma moldura estatal de segurança.

Essa lacuna normativa instaurada fragiliza a proteção futura do investidor, configurando uma clara ofensa à segurança jurídica. Sob a perspectiva constitucional, ocorre retrocesso quando uma norma, embora não revogue direito do passado, deixa de assegurar a proteção exigida para o futuro, comprometendo a eficácia do ordenamento jurídico (Sarlet, 2010). Nesse cenário, o investidor de fundo de investimento encontra-se desamparado diante da incerteza acerca do que será implementado com base em um regulamento que carece de padronização normativa.

Logo, tal conjuntura viola o dever estatal de garantir a transparência e a previsibilidade das relações econômicas, conforme estabelecido pela Lei nº 6.385/76. Ao criar a CVM, o legislador conferiu à autarquia o objetivo de assegurar o acesso do público a informações corretas e relevantes sobre investimentos e proteger os investidores contra práticas irregulares, deveres que se mostram fragilizados pela omissão regulatória ora analisada.

A generalidade do artigo 49 da Resolução CVM nº 175 fere a clareza e transparência esperada dos atos do poder público. A segurança jurídica não se resume apenas à permanência da lei, mas exige clareza suficiente para proteger a confiança do cidadão. Sob essa ótica mais subjetiva, a segurança refere-se à confiança que o cidadão deposita na garantia continuidade da ordem jurídica (Sarlet, 2010). Conforme elucida o autor Sarlet (2010), o princípio da segurança jurídica demanda confiabilidade, clareza, racionalidade e transparência tanto das disposições quanto dos seus efeitos.

Portanto, a autarquia, na qualidade de guardião do mercado de capitais e dotada do dever fiduciário e institucional de concretizar a tutela socioambiental, falhou ao redigir a redação do artigo 49. A omissão da CVM, somada à superficialidade e à vagueza do dispositivo, esvazia a robustez normativa necessária à era da sustentabilidade e impõe ao investidor um estado de insegurança jurídica, subvertendo o compromisso de proteção do mercado contra informações oportunistas.

3. PROPOSTA DE REFORMA REGULATÓRIA: Diretrizes para uma regulamentação específica de critérios ASG

A análise sistemática do cenário regulatório revela que a lacuna deixada pela simplificação pretendida pela CVM na Resolução CVM nº 175 gerou um impacto prejudicial. A solução jurídica defendida por este artigo exige que a CVM edite a norma para incluir uma estrutura mais robusta, retirando a discricionariedade excessiva do artigo 49 e forçando os regulamentos a adotarem critérios mais rigorosos.

Existe um nexo de responsabilidade entre os prestadores de serviços essenciais (administrador e gestor) e o órgão de fiscalização, por isso, é imperativo que a CVM especifique detalhadamente os procedimentos para que o gestor incorpore, com diligência e segurança, os critérios ASG ao regulamento do Fundo. Com o intuito de estruturar os ajustes da reforma regulatória pretendida, apresenta-se a tabela analítica abaixo:

Tabela 1 – Diretrizes de Reforma

Requisito (Art. 49 da Resolução CVM nº 175)	Deficiência identificada	Proposta de Detalhamento Técnico	Impacto Pretendido no Regulamento e no Mercado
I – quais os benefícios ambientais, sociais	Foco no dever de informar e não estabelece uma	Fixação de uma taxonomia oficial, com critérios	Oferecer previsibilidade para o investidor, trazer

ou de governança esperados e como a política de investimento busca originá-los;	definição exata do que pode ser considerado um benefício válido, permitindo dessa forma definições genéricas.	mínimos de elegibilidade de ativos.	clareza para proteger contra engodo e diminuir a prática de <i>greenwashing</i> .
II – quais metodologias, princípios ou diretrizes são seguidas para a qualificação do fundo ou da classe, conforme sua denominação;	Excessiva liberdade para escolher ou até mesmo inventar uma metodologia. Delegação ampla à política interna fixada pelo gestor do fundo, criando um cenário de fragmentação informacional.	Padronização de matrizes de risco ASG reconhecidas internacionalmente. Estabelecer metodologias que consigam conferir liquidez e confiabilidade aos dados.	Garante a comparabilidade entre as classes de cotas pelos cotistas. Redução da assimetria de informação através de uma régua metodológica unificada
III – qual a entidade responsável por certificar ou emitir parecer de segunda opinião sobre a qualificação, se houver, bem como informações sobre a sua independência em relação ao fundo; e	Torna mera faculdade a certificação externa. Não prevê a obrigatoriedade de um relatório de segunda opinião para comprovar a efetividade do que foi estipulado no regulamento. Abre brecha para fundos autodeclarados sem checagem	Obrigatoriedade de auditoria independente e parecer de segunda opinião.	Garante a simetria de informação e confere segurança fiduciária, alinhando a governança dos fundos à exigência de transparência sistêmica.
IV – especificação sobre a forma, o conteúdo e a periodicidade de divulgação de relatório sobre os resultados ambientais, sociais e de governança alcançados pela política de investimento no período, assim como a identificação do agente responsável	Delega a forma e o conteúdo ao arbítrio do próprio agente. Relatórios podem possuir abordagens, níveis de profundidade distintos, tornando ineficiente a detecção de falhas.	Fixação de modelos padronizados de relatórios. Estabelecer limites de concentração. Padronizar uma divulgação periódica.	Facilitar a fiscalização e mitigação de assimetrias de informação.

pela elaboração do relatório.			
-------------------------------	--	--	--

Fonte: *Elaboração própria (2026).*

Dessa forma, é necessário substituir as definições genéricas por uma taxonomia oficial, de modo a viabilizar a correta identificação dos benefícios pretendidos pelo fundo. A ausência de uma nomenclatura e de uma classificação padronizada dificulta a precisa compreensão dos objetivos ambientais, sociais ou de governança esperados.

A título de comparação, observa-se que, na União Europeia, existe uma taxonomia que estabelece padrões objetivos sobre o que efetivamente constitui um benefício socioambiental. Ao fornecer um vocabulário comum e definições precisas, além de elencar as atividades econômicas consideradas ambientalmente sustentáveis, esse modelo torna-se um forte aliado do combate ao *greenwashing*, proporcionando clareza e segurança ao investidor (Gama, 2024).

A liberdade conferida ao gestor na escolha da metodologia escolhida, carrega uma ilusão de transparência que resulta em dados inconsistentes. É relevante pontuar que a autarquia já reconheceu a importância de um arcabouço comum ao editar a Resolução CVM nº 193, a qual sinalizou que a padronização é o caminho para conferir liquidez e confiabilidade aos dados. Assim, a adoção de matrizes de risco ASG reconhecidas internacionalmente, mediante metodologias que consigam conferir liquidez e confiabilidade aos dados, garante a comparabilidade entre as classes de cotas pelos cotistas e reduz a assimetria de informação no mercado.

Além da padronização de definições e metodologias, para alcançar a segurança jurídica, é essencial a implementação de mecanismos robustos de verificação externa. Nesse sentido, cabe incluir a obrigatoriedade de auditoria independente e parecer de segunda opinião. Ao fixar essa exigência, a promessa de sustentabilidade poderá ser verificada por um agente independente, superando as autodeclarações oportunistas.

Por fim, o ciclo de segurança completa-se com a especificação rigorosa quanto à forma, ao conteúdo e à periodicidade da divulgação dos relatórios de resultados ASG. A verificação periódica através de relatórios padronizados, um rito de avaliação técnica, auxilia a transparência da operação, alinhando-se ao dever do gestor de agir com honestidade e de divulgar todas as informações relevantes e essenciais para a tomada de decisão informada pelo investidor (Moroni, 2025).

Tal estrutura aprimora o processo de fiscalização, permitindo que os agentes supervisores monitorem a atividade de forma técnica e assertiva. Com essa base legal, baseada em uma lógica de comando e controle, o direito sancionador pode ser aplicado com maior celeridade e isonomia (Gama, 2024).

Em suma, a transição para um modelo regulatório fundado em requisitos mínimos demonstráveis, com verificações independentes e relatório padronizados e periódicos, ganha robustez e segurança ao mercado de capitais, consolidando a integridade do sistema. A discricionariedade reduzida e os riscos de assimetria informacional mitigados fortalecem a proteção do investidor. Transformar as promessas de sustentabilidade em resultados mensuráveis é imperativo para promover a confiança e o desenvolvimento do mercado.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O artigo buscou avaliar criticamente o arcabouço normativo atual para evidenciar como a superficialidade normativa da Resolução CVM nº 175, no que tange aos critérios ASG, gera insegurança jurídica para o investidor. A falta de detalhamento impõe uma assimetria interpretativa prejudicial à higidez do sistema financeiro. O cenário delineado por um dispositivo vago demonstra que a generalidade excessiva deve ser combatida por meio de regras pormenorizadas, fundamentais para conciliar inovação de mercado e o respeito ao princípio da segurança jurídica.

Destacou-se o papel da CVM, instituída pela Lei n.º 6.385/1976 com a competência para disciplinar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários. No exercício de sua normativa, a autarquia deveria estabelecer uma estrutura regulatória que fosse mais do que mera recomendação, dotando o ecossistema de coatividade, clareza e instrumentos sancionatórios eficazes. Contudo, a resolução caminhou no sentido oposto ao transferir o encargo de definir os pilares ASG ao ente privado, relegando essa matéria ao regulamento do fundo.

Embora o regulamento seja o documento soberano que guia os investidores e prestadores de serviços, essa delegação excessiva constrói um cenário de subjetividade que pode enganar o investidor e impossibilitar comparabilidade eficiente, convertendo a ausência de balizas estatais em ampla insegurança jurídica.

A criação de normativos claros atende a um duplo propósito, mitigar riscos e promover o desenvolvimento do setor (Moroni, 2025). Diante disso, conclui-se propondo a

complementação da norma para detalhar critérios mínimos e obrigar a inserção de cláusulas impositivas e auditorias padronizadas e periódicas nos regulamentos dos fundos, com o objetivo de blindar o mercado contra o esvaziamento de padrões ASG.

Portanto, em face da análise realizada, a segurança jurídica deve ser compreendida como a estabilidade da ordem e a previsibilidade das consequências das condutas. Assim, ao promover a estabilidade e continuidade da ordem jurídica, fixando parâmetros e pilares criteriosos, possibilita-se uma compreensão clara e segura do que o fundo se propõe a fazer. Como o interesse por ativos ASG é crescente, os investidores estarão melhor equipados para promover alocações de capital, elevando a atratividade e a integridade do mercado financeiro nacional. Trata-se, portanto, de preparar um solo normativo fértil para que o investimento sustentável cresça de maneira saudável e segura.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

B3 (Bolsa, Balcão, Brasil). **Guia sustentabilidade e gestão ASG nas empresas**: como começar, quem envolver e o que priorizar. São Paulo: B3, 2022. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/C9/27/46/11/220838101E311E28AC094EA8/Guia_B3_Sustentabilidade_ASG_v2209_VF.pdf. Acesso em 01 de junho de 2026.

BARBON, Clara Fernandes. **Primeiras impressões sobre a nova Lei de Liberdade Econômica – n.º 13.874/2019**: análise das alterações legislativas e das interpretações doutrinárias. 2022. 29 f. Artigo de Conclusão de Curso (Graduação em Direito) – Faculdade de Direito Prof. Jacy de Assis, Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2022. Disponível em: <https://repositorio.ufu.br/bitstream/123456789/38210/1/PrimeirasImpress%C3%B5esSobre.pdf>. Acesso em: 08 de junho 2026.

BRASIL. Governo Federal. **ASG: a nova dimensão da sustentabilidade financeira: ambiental, social e governança**. Rio de Janeiro: CVM, 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/asg-a-nova-dimensao-da-sustentabilidade-financeira-ambiental-social-e-governanca>. Acesso em: 01 de junho de 2026.

BRASIL. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16385.htm. Acesso em: 01 de junho de 2026.

BRASIL. **Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Institui o Código Civil. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 11 jan. 2002. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 01 junho 2026.

BRASIL. **Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019**. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica [...]. Brasília, DF: Presidência da República, 2019. Disponível em:

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/L13874.htm. Acesso em: 1 junho 2026.

CÂMARA, Luísa Martins de Arruda. Uma base para os pilares ESG: indicadores e regulamentação com ferramentas para superar o greenwashing. **Revista Controle Externo**, [s. l.], v. 9, n. 1, p. 99-113, jan./jun. 2023. Disponível em: <https://atricaon.org.br/wp-content/uploads/2023/06/Revista-Controle-Externo.pdf>. Acesso em: 09 junho 2026.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA). **A agenda ASG e o mercado de capitais**: uma análise das iniciativas em andamento, desafios e oportunidades para futuras reflexões da CVM. Rio de Janeiro: CVM, 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/a-agenda-asg-e-o-mercado-de-capitais.pdf>. Acesso em: 01 de junho de 2026.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Resolução CVM nº 59, de 22 de dezembro de 2021**. Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, e à Instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009. Rio de Janeiro: CVM, 2021. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol059.html>. Acesso em: 1 junho 2026.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Resolução CVM nº 80, de 29 de março de 2022**. Dispõe sobre o registro e a prestação de informações periódicas e eventuais dos emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Rio de Janeiro: CVM, 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol080.html>. Acesso em: 1 junho 2026.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Resolução CVM nº 160, de 13 de julho de 2022**. Dispõe sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários e o registro de emissores de valores mobiliários ofertados publicamente. Rio de Janeiro: CVM, 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol160.html>. Acesso em: 01 jul. de 2026.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Resolução CVM nº 175, de 23 de dezembro de 2022**. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, bem como sobre a prestação de serviços para os fundos, e revoga as normas que especifica. Rio de Janeiro: CVM, 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol175.html>. Acesso em: 01 junho 2026.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Resolução CVM nº 193, de 20 de outubro de 2023**. Dispõe sobre a elaboração e divulgação do relatório de informações financeiras relacionadas à sustentabilidade, com base no padrão internacional emitido pelo International Sustainability Standards Board - ISSB. Rio de Janeiro: CVM, 2023. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol193.html>. Acesso em: 1 junho 2026.

COUTO, Reinaldo. **Considerações sobre a validade, vigência e eficácia das normas jurídicas**. Revista CEJ, Brasília, ano 18, n. 64, p. 7-12, set./dez. 2014. Disponível em: <https://revistacej.cjf.jus.br/cej/index.php/revcej/article/view/1933/1858> Acesso em: 17 de junho de 2026.

FRANCISCO, Natália Brambilla. **O princípio da segurança jurídica e a imprevisibilidade das decisões judiciais**. Revista Eletrônica de Direito Processual (REDP), Rio de Janeiro, v. 10, p. 339-358, 2012. Disponível em: <https://www.e-publicacoes.uerj.br/redp/article/view/20354>. Acesso em: 15 de junho de 2026.

GAMA, Frederico Calmon Nogueira da. **O greenwashing e a visão econômica sobre a regulação da divulgação de aspectos ESG em fundos de investimento**. 2024. 142 f. Dissertação (Mestrado em Direito da Regulação) – Escola de Direito do Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2024. Disponível em: <https://repositorio.fgv.br/items/6968fdb7-aa01-4bfa-ae70-55ec7e473eb5/full>. Acesso em: 08 junho de 2026.

GREENPEACE INTERNATIONAL. **Greenwash+20**: how some powerful corporations are standing in the way of sustainable development. Amsterdam: Greenpeace International, 2012.

INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION (IFC). **Who Cares Wins**: Connecting Financial Markets to a Changing World. [S. l.]: UN Global Compact; World Bank Group, 2004. Disponível em: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/280911488968799581/pdf/113237-WP-WhoCaresWins-2004.pdf>. Acesso em 01 de junho de 2026.

MARX, César Augusto. A governança pública e os princípios ESG. **Revista Controle Externo**, [s. l.], v. 9, n. 1, p. 115-125, jan./jun. 2023. Disponível em: <https://atricaon.org.br/wp-content/uploads/2023/06/Revista-Controle-Externo.pdf>. Acesso em: 09 junho 2026.

MORONI, Rodrigo Bonito Gatti. **A responsabilidade civil dos gestores de fundos de investimento**. 2025. 59 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Direito) – Faculdade de Direito, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2025. Disponível em: <https://sapientia.pucsp.br/handle/handle/46275>. Acesso em: 08 de junho de 2026.

SARLET, Ingo Wolfgang. **A eficácia do direito fundamental à segurança jurídica: dignidade da pessoa humana, direitos fundamentais e proibição de retrocesso social no direito constitucional brasileiro**. Revista Eletrônica sobre a Reforma do Estado, Salvador, n. 21, mar./abr./maio 2010. Disponível em: <https://www.olibat.com.br/documentos/SARLET.pdf>. Acesso em: 09 julho 2026.