

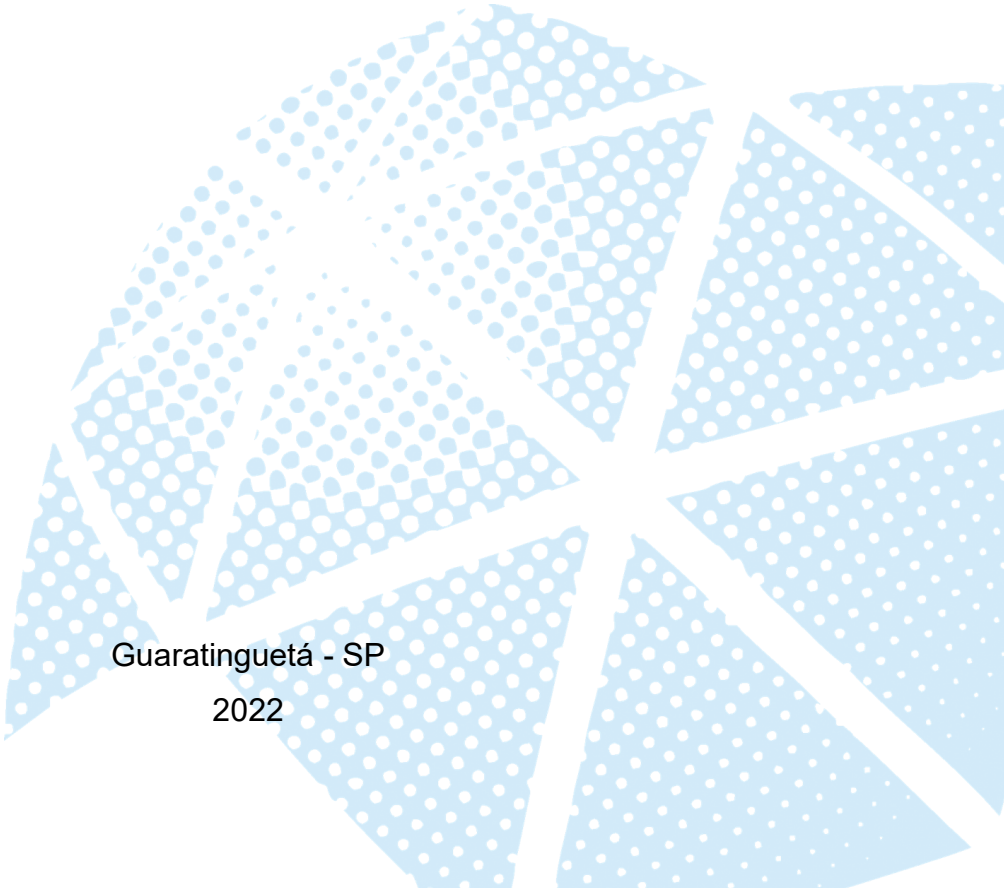
UNIVERSIDADE ESTADUAL PAULISTA – UNESP
FACULDADE DE ENGENHARIA E CIÊNCIAS (FEG) - Campus de Guaratinguetá

MATHEUS DE OLIVEIRA MAGALHÃES

O MERCADO DE EMISSÕES DE DÍVIDAS ASG NO BRASIL

Guaratinguetá - SP

2022



MATHEUS DE OLIVEIRA MAGALHÃES

O MERCADO DE EMISSÕES DE DÍVIDAS ASG NO BRASIL

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Universidade Estadual Paulista (UNESP), Faculdade de Engenharia e Ciências (FEG), Guaratinguetá, para obtenção do título de Bacharel em Engenharia Civil.

Orientador(a): Prof. Me. Fernando César Mendes Barbosa

Coorientador(a): Prof. Me. Antonio Lombardi Netto

Guaratinguetá - SP

2022

M189m	Magalhães, Matheus de Oliveira O Mercado de emissões de dívidas ASG no Brasil / Matheus de Oliveira Magalhães - Guaratinguetá, 2025. 94 f : il. Bibliografia: f. 90-94 Trabalho de Graduação em Engenharia Civil – Universidade Estadual Paulista, Faculdade de Engenharia e Ciências de Guaratinguetá, 2025. Orientador: Prof. Me. Fernando César Mendes Barbosa Coorientador: Prof. Me. Antonio Lombardi Netto 1. Investimentos. 2. Mercado de capitais. 3. Títulos (Finanças). I. Título. CDU 330.322
-------	--

MATHEUS DE OLIVEIRA MAGALHÃES

ESTE TRABALHO DE GRADUAÇÃO FOI JULGADO ADEQUADO COMO PARTE
DO REQUISITO PARA OBTENÇÃO DO DIPLOMA DE
“GRADUADO EM ENGENHARIA CIVIL”

APROVADO EM SUA FORMA FINAL PELO CONSELHO DE CURSO DE
GRADUAÇÃO EM ENGENHARIA CIVIL

Prof.^(a) Dr.^(a) Isabel Cristina de Barros Tranin
Coordenador(a)

BANCA EXAMINADORA:



Prof. Me. Fernando Cesar Mendes Barbosa
Orientador(a)/UNESP-FEG



Prof. Me. Antônio Lombardi Netto
UNESP-FEG



Prof. Me. Álvaro Augusto Silveira
Membro Externo

DADOS CURRICULARES

MATHEUS DE OLIVEIRA MAGALHÃES

NASCIMENTO 03.03.1997 – São José dos Campos / SP

FILIAÇÃO Sileno José de Magalhães
 Luzia Lucilene de Oliveira Magalhães

2016/2021 Curso de Graduação em Engenharia Civil
 Universidade Estadual Paulista “Júlio Mesquita Filho”, Campus de
 Guaratinguetá – SP

Dedico este trabalho de modo especial, à minha
família.

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais, que apesar das dificuldades enfrentadas, sempre incentivaram meus estudos e me apoiaram durante toda a graduação.

Agradeço a minha namorada, que me apoiou durante a graduação e durante a escrita desse trabalho, seu apoio foi fundamental durante toda a caminhada da graduação.

Agradeço a todos que tive a oportunidade de conviver durante esta experiência enriquecedora vivida ao longo da graduação. Aos membros do Centro Acadêmico da Engenharia Civil (CAEC) pelo apoio durante a graduação e aos membros da Liga de Empreendedorismo e Mercado Financeiro (LEMF) que me ajudaram no estudo do tema e na busca por informações para a escrita do TG. Aos meus amigos, pelo companheirismo durante toda a graduação, nas matérias, trabalhos, visitas e experiências durante a graduação, sempre ao meu lado nos bons e maus momentos

Aos orientadores, Prof. Me. Fernando César Mendes Barbosa e Prof. Me. Antonio Lombardi Netto que me orientaram no estudo aqui apresentado.

Aos funcionários da Biblioteca do Campus de Guaratinguetá pela vontade de ajudar, e aos funcionários da Faculdade de Engenharia de Guaratinguetá pela dedicação e alegria no atendimento.

RESUMO

O tema ASG – Ambiental, Social e Governança, está cada vez mais presente no mercado financeiro, e devido a isso empresas, investidores e bancos estão cada vez mais interessados e trabalhando nesse tema. O tema já é abordado desde o século 19, mas começou a ser mais discutido pela sociedade, participantes do mercado financeiro e acadêmicos no século 20, por volta de década de 1970. Desde então o tema vem evoluindo, o primeiro ponto discutido eram os investimentos responsáveis, diretamente ligados aos conflitos da década de 70, passando pela criação dos relatórios específicos sobre o tema e, mais atualmente, a criação das emissões de dívidas. O mercado de dívidas ASG é muito recente dentro do mercado financeiro. Iniciou-se em 2007, mas começou a se expandir após a divulgação do *Green Bonds Principles* pelo ICMA, que criou diretrizes para que as empresas realizassem a emissão de Títulos Verdes. Mas, desde então o mercado está passando por um crescimento significativo, atingindo USD 1 trilhão em emissões no ano de 2021 (10% do mercado de títulos de dívida mundial). Este trabalho tem como objetivo contextualizar o leitor sobre ASG e o investimento sustentável, e analisar o crescimento de títulos mundiais, posicionando o Brasil em relação ao mundo, e ante as melhores formas para as empresas brasileiras emitirem títulos ASG.

PALAVRAS-CHAVE: ESG; ASG; Sustentabilidade; Títulos de dívida; Bonds; Mercado de Capitais; Investimentos.

ABSTRACT

The ESG theme – Environmental, Social and Governance, is gaining presence in the financial market, and due to this, companies, investors and banks are more interested and working on this theme. The topic has been addressed since the 19th century, but it started to be discussed by society, financial market participants and academics in the 20th century, around the 1970s. Since then, the topic has evolved, the first point discussed was investments directly linked to the conflicts of the 1970s, including the creation of specific reports on the subject and, more recently, the creation of debt issues. The ESG debt market is very recent within the financial market. It began in 2007, but expanded after the release of the Green Bonds Principles by ICMA, which created guidelines for companies to issue Green Bonds. Since then, the market has been experiencing a significant growth, reaching USD 1 trillion in issuances in 2021 (10% of the world debt market). This work aims to contextualize the reader about ESG and sustainable investing, and analyze the growth of world ESG bonds, positioning Brazil in relation to the world, and the best ways for Brazilian companies to issue ESG bonds.

KEYWORDS: ESG; Sustainability; Debt Securities; Bonds; Capital Markets; Investments.

LISTA DE FIGURAS:

Figura 1 - Comparação da carteira de crédito com o PIB trimestral.	15
Figura 2 – Evolução nas emissões anuais de títulos ASG no mercado global.	19
Figura 3 – Publicações anuais contendo o tópico ASG.	20
Figura 4 – Publicações anuais contendo o tópico Green Bonds.	21
Figura 5 – Publicações sobre o tema ASG por País.	21
Figura 6 – Emissão de títulos verdes por países em bilhões de dólares.	22
Figura 7 – Emissão de títulos verdes por mercados em bilhões de dólares.	22
Figura 8 – Destinação dos recursos dos ‘Green Bonds’ em bilhões de dólares.	23
Figura 9 – Processo de Análise 1.	49
Figura 10 – Processo de Análise 2.	50
Figura 11 – Emissões sustentáveis por ano.	53
Figura 12 – Emissões de CO2 por país em 2020.	55
Figura 13 – Emissão de títulos ASG por tipo de país.	56
Figura 14 – Emissão de títulos sustentáveis por continente.	56
Figura 15 – Principais Emissores ASG.	57
Figura 16 – Tamanho (\$) das emissões.	58
Figura 17 – Evolução do mercado por tipo de emissão.	59
Figura 18 – Mercado de ‘bonds’ de países emergentes.	59
Figura 19 – Volume de ‘bonds’ ASG emitidos por ano.	63
Figura 20 – Volume das emissões de ‘bonds’ ASG.	64
Figura 21 – Prazo médio dos ‘bonds’.	65
Figura 22 – Emissões ASG no mercado Brasileiro.	66
Figura 23 – Volume das emissões brasileiras no mercado nacional e internacional.	67
Figura 24 – Valor total de emissão por tipologia de título.	68
Figura 25 – Valor médio de cada tipo de emissão.	70
Figura 26 – Tipos de emissões.	71
Figura 27 – Tipos de emissões 2.	71
Figura 28 – Setor dos projetos beneficiados pelas emissões ASG.	73
Figura 29 – Setores que emitiram títulos ASG.	74
Figura 30 – Matriz Energética Brasileira.	74
Figura 31 – Prazo médio das emissões ASG brasileiras.	75
Figura 32 – Prazo médio das emissões ASG.	75
Figura 33 – Valor (\$) das emissões no Brasil entre 2015 e out/2021.	77

Figura 34 – Valor total de emissões de renda fixa por ano.	77
Figura 35 – Valor por tipo de emissão por ano.	78
Figura 36 – Emissões de Securitização entre 2015 e out/2021.	84
Figura 37 – Volume médio das Securitizações entre 2015 e out/2021.	85

LISTA DE TABELAS:

Tabela 1 – Artigos relacionados a ASG usados como referencial para o trabalho.	25
Tabela 2 – Artigos relacionados a ASG usados como referencial para o trabalho.	26
Tabela 3 – Emissão de Título Ligado a Metas Sustentáveis.	43
Tabela 4 – Valor emitido por ano.	54
Tabela 5 – Top 10 emergentes emissores de ‘bonds’.	60
Tabela 6 – Top 10 países emergentes em volume de ‘green bonds’ emitidos.	61
Tabela 7 – 10 maiores emergentes emissores de títulos sustentáveis.	61
Tabela 8 – 10 maiores emergentes emissores de títulos sociais.	62
Tabela 9 – Representatividade dos ‘bonds’ ASG em relação ao total de emissões.	64
Tabela 10 – Dados estatísticos sobre o prazo dos ‘Bonds’.	66
Tabela 11 – Projetos financiados pela emissão do BNDES.	69
Tabela 12 – Quantidade de emissões por tipo de título.	72
Tabela 13 – Divisão da quantidade de emissões de debêntures seguindo a ICVM 476.	79
Tabela 14 – Divisão do volume de emissões de debêntures por tipo de empresa no mercado brasileiro.	79
Tabela 15 – Divisão dos Investidores de Debêntures.	80
Tabela 16 – Divisão dos Investidores de Emissões de Debêntures ICVM 400.	81
Tabela 17 – Divisão dos Investidores de Emissões de Debêntures ICVM 476.	81
Tabela 18 – Prazo médio das debêntures em anos.	82
Tabela 19 – Participação no Volume da emissão incentivada.	83

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS:

PIB	Produto Interno Bruto
B3	Brasil, Bolsa, Balcão
ASG	Ambiental, Social e Governança
UNFCCC	Conhecida como Convenção do Clima, ponto de partida para o Protocolo de Kyoto e dos Acordos de Paris
ETS	Mercado europeu de emissões de carbono
ICT	Tecnologia da Informação e Comunicação
Bacen ou BCB	Banco Central do Brasil
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
SRI	Investimento Sustentável Responsável
GRI	<i>Iniciativa Global de Relatórios</i>
PRI	<i>Princípios para Investimentos Responsáveis</i>
SASB	Conselho de Padrões Contábeis de Sustentabilidade
SFDR	Regulamento de Divulgação de Finanças Sustentáveis
ODS	Objetivos de Desenvolvimento Sustentável
ONU	Organização das Nações Unidas
SA	Sociedade Anônima
PRSA	Política de Responsabilidade Socioambiental
BDR	Recibo de Depósito Brasileiro
FIDC	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios
BID	Banco Interamericano de Desenvolvimento
KPI	Indicadores de Performance Chave
SPT	Objetivos de Performance Sustentável
CRI	Certificado de Recebível Imobiliário
CRA	Certificado de Recebível do Agronegócio
NP	Nota Promissória
LF	Letra Financeira
CFA	Analista Financeiro Credenciado
ICMA	Associação Internacional do Mercado de Capitais

GBP	Princípios para os títulos Verdes
SBP	Princípios para os títulos Sociais
SBG	Princípios para os títulos Sustentáveis
SLBP	Princípios para os títulos Ligados a Metas Sustentáveis
USD	Dólar dos Estados Unidos
Febraban	Federação Brasileira de Bancos
CEBDS	Conselho Empresarial Brasileiro para o Desenvolvimento Sustentável
CMN	Conselho Monetário Nacional
LAB	Laboratório
ABDE	Associação Brasileira de Desenvolvimento
BNDES	Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social
CDI	Certificado de Depósito Interbancário
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor Amplo
BRICS	Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul
ME	Ministério da Economia
CAGR	Taxa de Crescimento Anual Composta

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	14
1.1	ASG – AMBIENTAL, SOCIAL E GOVERNANÇA	16
1.2	ASG E O MERCADO DE DÍVIDAS	17
1.3	OBJETIVOS	19
1.4	JUSTIFICATIVA	19
1.5	CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA	24
2	REFERENCIAL TEÓRICO	25
2.1	REGULAMENTAÇÃO E POLÍTICAS INTERNACIONAIS SOBRE ASG	26
2.2	REGULAMENTAÇÃO BRASILEIRA	29
2.3	DEFINIÇÃO DE ASG	34
2.4	TIPOS DE EMISSÃO DE TÍTULOS ASG	38
2.4.1	Títulos verdes (<i>‘green bonds’</i>)	40
2.4.2	Títulos sociais (<i>‘social bonds’</i>)	40
2.4.3	Títulos sustentáveis (<i>‘sustainable bonds’</i>)	41
2.4.4	Títulos climáticos (<i>‘climate bond standards’</i>)	41
2.4.5	Títulos ligados a metas sustentáveis (<i>‘sustainable linked bonds’</i>)	42
2.5	EMPRESAS AVALIADORAS DE EMISSÕES SUSTENTÁVEIS	44
3	MÉTODO DE PESQUISA	48
4	APLICAÇÕES DO MÉTODO DE PESQUISA	51
4.1	EMISSÕES ASG:	51
4.1.1	Mercado internacional	51
4.1.2	Países emergentes	58
4.1.3	Mercado brasileiro	66
4.2	MERCADO NACIONAL DE TÍTULOS DE DÍVIDA	76
4.2.1	Debêntures	76
4.2.2	Debêntures incentivadas	81
4.2.3	Securitizações	83
5	COMENTÁRIOS E CONCLUSÕES	86
	REFERÊNCIAS	88

1 INTRODUÇÃO

Segundo Campiglio (2016) “os investimentos são gastos, e como para qualquer tipo de gasto, é necessário que a empresa tenha capital a disposição para investir. Como um projeto requer um gasto alto inicial, as empresas, normalmente, não conseguem financiar o projeto com o seu capital próprio e por isso necessitam acessar formas externas de financiamento, ou seja, precisam pegar dinheiro emprestado para investir”. Para se financiar as empresas podem utilizar diversas formas, tendo três como as principais fontes: empréstimos diretamente com os bancos, emissão de dívidas junto a investidores e captação através da emissão de ações na bolsa de valores ou investimento direto de investidores. Dentre esses, os dois primeiros serão abordados nesse trabalho.

Campiglio (2016) continua dizendo “Na sociedade moderna os bancos são entidades muito especiais, capazes de ter impacto crítico no funcionamento do sistema econômico. Existe uma diferença crucial, mas muitas vezes esquecida, entre bancos e investidores privados não-bancos: enquanto o último opera realocando as ações de crédito existentes, bancos comerciais são os únicos agentes econômicos – junto aos bancos centrais – capazes de criar novos créditos”.

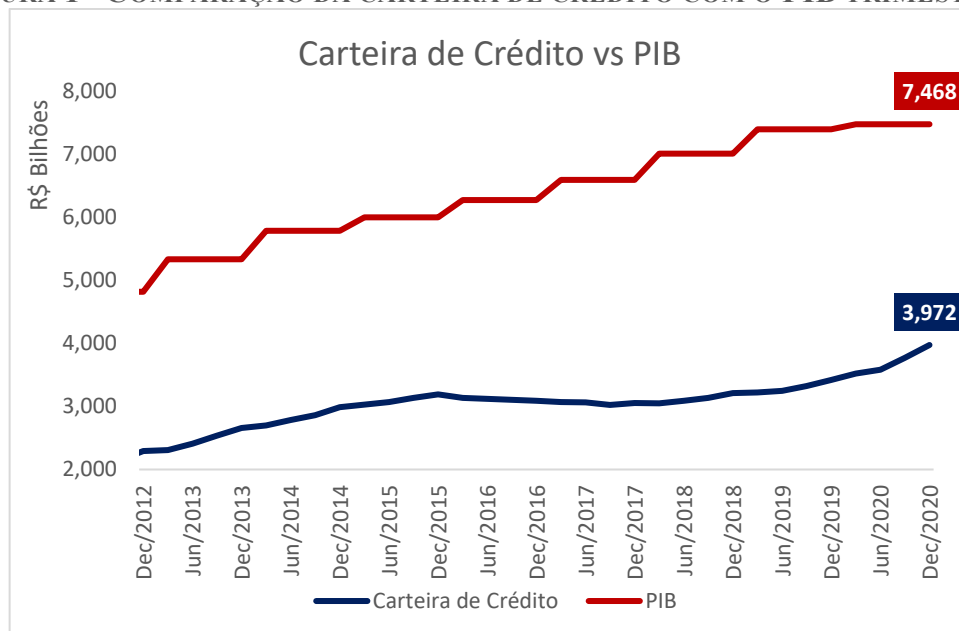
De acordo com o Global Financial Data, no estudo publicado em novembro de 2018, “uma revolução financeira ocorreu em 1600 quando a Companhia das Índias Orientais Holandesas e a Companhia das Índias Orientais foi estabelecida. Antes de 1600, comerciantes emitiam ‘ações’ de viagens que os navios faziam para o oriente. Investindo em várias viagens, os comerciantes poderiam reduzir o risco. A inovação foi que a Companhia das Índias Orientais foi conferir propriedade à empresa, e não em viagens individuais. Isso promoveu economia de escala e criou vida perpétua para a corporação, permitindo que o capital de uma viagem fosse reinvestido em outras viagens”.

A partir disso, o mercado de ações foi se desenvolvendo, como retrata o mesmo estudo feito pelo Global Financial Data. “Os anos 1600 e 1700 foram um período de continuas guerras na Europa e as dívidas dos Ingleses, Holandeses e Franceses aumentou. Os governos (holandês e britânico) começaram a emitir dívidas com vencimentos mais longos, em alguns casos criando anuidades que proveram pagamentos anuais tão longos quanto uma pessoa estivesse viva. Esses instrumentos de dívida eventualmente eram convertidos em perpetuidades que nunca maturaram/venceram como as ações das Companhias das Índias Orientais ou do Banco da Inglaterra”.

Tendo a oportunidade de escolher entre perpetuidade que pagasse um valor fixo do governo e dividendos variáveis de uma empresa, a maioria dos investidores escolheu investir em dívidas do governo.” Com isso, iniciou-se o mercado – ainda relevante – de emissão e negociação de títulos públicos, responsável por financiar boa parte do desenvolvimento econômico europeu e da exploração do Novo Mundo.

O mercado financeiro desde então sofisticou-se e atualmente há diversas operações baseadas em dívidas, para indivíduos e as empresas. Da mesma forma, os produtos destinados ao investimento de empresas (empréstimos e financiamentos), surgem com novos formatos. Especial atenção às inovações que as *fintechs*¹ vêm trazendo para o mercado. Os principais pontos a se analisar em uma operação de crédito são: o prazo, a taxa de juros, se terá garantia, e para isso é feita uma análise da pessoa/empresa para conhecê-la, entender o que faz, suas fontes de renda, onde o dinheiro será aplicado e, assim, mapear os riscos. O mercado brasileiro de dívidas vem crescendo e se desenvolvendo nos últimos anos atingindo um total de R\$ 4 trilhões (Figura 1), o que representa 53% do PIB brasileiro em 2020.

FIGURA 1 - COMPARAÇÃO DA CARTEIRA DE CRÉDITO COM O PIB TRIMESTRAL.



Fonte: Bacen e IBGE (2021).

Atualmente, as emissões de dívidas à mercado das empresas são feitas através da plataforma da Bolsa de Valores de São Paulo (Brasil, Bolsa, Balcão - B3), e conta com o apoio

¹ Segundo o Nubank (uma das maiores fintechs brasileiras): “fintechs são startups ou empresas que desenvolvem produtos financeiros totalmente digitais, nas quais o uso da tecnologia é o principal diferencial em relação às empresas tradicionais do setor.”

de outras instituições do mercado financeiro brasileiro como a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e o Banco Central do Brasil (Bacen ou BCB) que trabalham em conjunto para fiscalizar as empresas envolvidas e trazer maior segurança ao investidor. Quanto a tipologia, as emissões de dívida podem ser: debêntures, debêntures incentivadas, debêntures conversíveis, Certificado de Recebível do Agronegócio (CRA), Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI), Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), Notas Promissórias (NP) e Letras Financeiras (LF). Para realizar esse tipo de emissão no mercado a empresa deve ter um registro de SA (Sociedade Anônima) de capital aberto ou fechado, e para uma emissão pública, em que, todos podem investir, é necessário um cadastro na CVM. Segundo a CVM, as emissões a mercado totalizaram em 2020 R\$ 360 (trezentos e sessenta) bilhões de reais, valor 54% maior do que em 2019, e que em 2021, até setembro já atingiu R\$ 650 (seiscentos e cinquenta) bilhões de reais 81% maior do que em 2020, mostrando um mercado crescimento significativo.

1.1 ASG – AMBIENTAL, SOCIAL E GOVERNANÇA:

De acordo com Xie *et al.* (2019),

“nas últimas décadas, uma tendência profunda começou a emergir em sustentabilidade corporativa, de engajamento voluntário em atividades sustentáveis para requisitos de fato devido as expectativas sociais e pressões regulatórias. O número de empresas que empregam estratégias sustentáveis e divulgam informações ambientais, sociais e de governança (ASG) continua a aumentar, o que causou mudanças fundamentais nos modelos de negócio e nas teorias de gestão. A gestão convencional orientada aos acionistas foca em melhorar o desempenho financeiro e maximizar os benefícios aos acionistas. Em contraste, negócios sustentáveis promovem uma gestão voltada às partes interessadas, que leva em consideração acionistas, consumidores, clientes, comunidades e outros grupos relacionados, e focam em reduzir as externalidades e maximizar o valor social em relação aos problemas de ASG”.

Os investimentos responsáveis começaram a ser utilizados e debatidos no século XVIII pelos Quackers e Metodistas, que começaram a questionar se os investimentos de seus fundos eram éticos, ou seja, pararam de investir em projeto que se utilizavam de escravos e em algumas indústrias, como a de couro e química. Já mais recentemente, nos anos 70 a guerra do Vietnã e o apartheid na África do Sul, foram 2 momentos que ligaram alerta para investidores, empresas e sociedade sobre investimentos responsáveis. A guerra do Vietnã trouxe pressão sobre as empresas produtoras do Napalm, produto químico utilizado durante a guerra, e na África do

Sul, conforme descrito pela XP Investimentos e pelo ‘Morning Star’, empresas decidiram retirar o seu investimento do país devido a política do Apartheid. Segundo o ASG Tech Report (2021) “A década de 1980 também foi importante para o assunto devido a grandes acidentes ambientais, como Bhopal (Índia, 1984), Chernobyl (Ucrânia, 1986), Alaska (Exxon Valdez, 1989), que lançaram luz e chamaram a atenção da imprensa internacional para essas questões. No final da década de 1990 surgiram os primeiros índices socialmente responsáveis como o ‘Dow Jones Sustainability Indexes’ em 1999 (Estados Unidos), o FTSE4Good em 2001 (Reino Unido) composto por 300 indicadores ASG”.

Ao contrário da definição de desenvolvimento sustentável, que conta com um documento internacionalmente aceito como sendo a definição do tema², o ASG não tem uma definição tão clara. Sendo assim, para os fins deste projeto adota-se a abordagem oferecida pelo ‘CFA Institute’ (2021), cuja reputação assegura a qualidade das informações que oferecem. Apresentam o tema do seguinte modo:

- Ambiental: conservação do mundo natural, analisando as mudanças climáticas e emissões de carbono, poluição do ar e da água, biodiversidade, desmatamento, eficiência energética, gestão do lixo e escassez de água.
- Social: consideração com as pessoas e relacionamentos, analisando a satisfação dos clientes, proteção e privacidade de dados, gênero e diversidade, engajamento dos funcionários, relações com a comunidade, direitos humanos, padrões de trabalho.
- Governança: padrões para dirigir uma companhia, analisando a composição do conselho de administração, estrutura do comitê de auditoria, suborno e corrupção, remuneração dos diretores, ‘lobismo’/pressão, contribuições políticas, esquemas de denúncia.

Sendo aderente à literatura sobre o tema, considera-se, para os fins deste trabalho, este conjunto de definições.

1.2 ASG E O MERCADO DE DÍVIDAS:

Gianfrate e Peri (2019), informam que

² Relatório da Comissão Mundial de Meio Ambiente e Desenvolvimento da ONU (1987) – ‘Our Common Future’

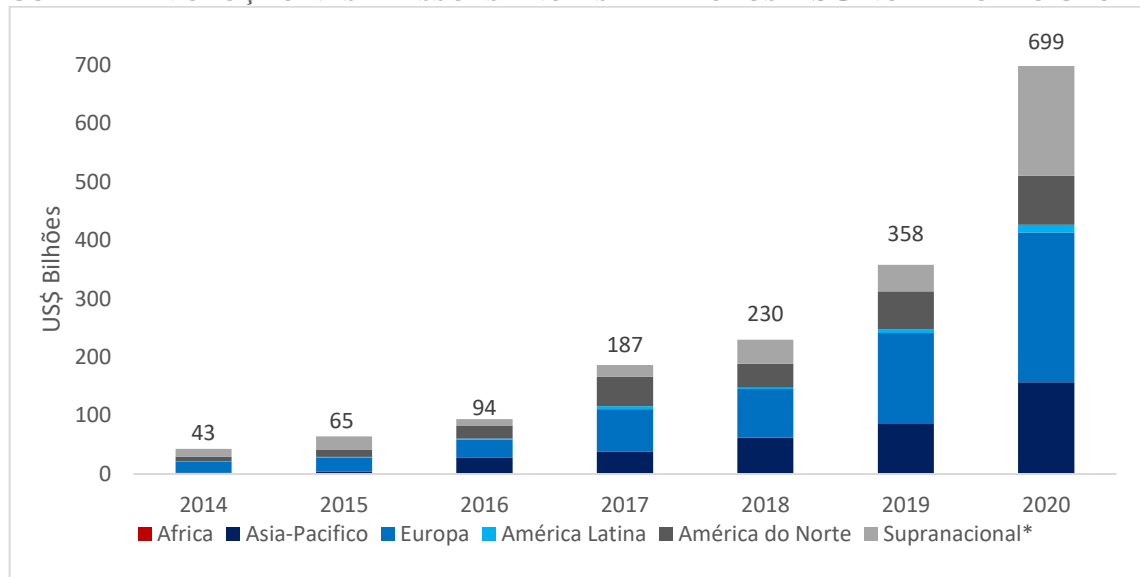
“estatisticamente existe uma vantagem, para os emissores, quando um título é denominado verde. Essa vantagem é quantificável, em média, em taxas de juros menores pagas anualmente aos investidores em 18 pontos base (significando 0,18% do valor do título). Além disso, essa vantagem é atingida tanto pelas empresas, como pelas emissões não corporativas como títulos municipais e governamentais. Esta evidência sugere que, mesmo levando em consideração os custos extras para obter a certificação verde para a emissão, os títulos verdes são relativamente mais convenientes para os emissores. Portanto, os títulos verdes são potencialmente benéficos não somente para a sociedade, mas também para os emissores porque eles podem reduzir o custo de financiamento por dívida”.

Ainda, de acordo com Reboredo (2018),

“os ‘*Green Bonds*’ (ou ‘*Climate Bonds*’) são uma classe de ativos de renda fixa recente, similares aos títulos corporativos ou governamentais em termos de preço e classificação de risco, mas possuem a peculiaridade de que o uso do dinheiro pelo emissor é destinado/reservado a projetos com benefícios ambientais consistentes com uma economia resiliente ao clima”.

Em janeiro de 2014, a Associação Internacional do Mercado de Capitais (ICMA) publicou os “Princípios dos Títulos Verdes” (*Green Bonds Principles* - GBP) a fim de estabelecer regras para se emitir um título denominado verde. Desde então, os investidores possuem à sua disposição informações que permitem discernir os benefícios ambientais do investimento de renda fixa contra investimentos alternativos. Essa distinção entre os títulos classificados e não classificados pelo GBP pavimentou o caminho para o crescimento da emissão de títulos verdes. “O mercado saiu de USD 3 bilhões e USD 11 bilhões de dólares nos anos de 2012 e 2013, respectivamente, para USD 37 bilhões em 2014, USD 43 bilhões em 2015 e USD 81 bilhões em 2016.” (REBOREDO, 2018).

A Figura 2 apresenta os dados acima citados e a evolução do mercado ASG. A emissão de títulos se expandiu em cada continente. Desde então novos tipos de emissões relacionadas aos temas ASG surgiram com o apoio do ICMA, que emitiu novos conjuntos de regras, como os Princípios dos Títulos Sociais (SBP), Diretrizes para Títulos Sustentáveis (SBG), e os Princípios para Títulos Ligados à Sustentabilidade (SLBP). Entretanto, a maior parte dessas emissões ainda são feitas nos mercados americano e europeu.

FIGURA 2 – EVOLUÇÃO NAS EMISSÕES ANUAIS DE TÍTULOS ASG NO MERCADO GLOBAL.

Fonte: ClimateBonds (2021).

1.3 OBJETIVOS:

Este trabalho tem como objetivo geral avaliar o atual desenvolvimento do mercado de títulos ASG no Brasil e seus reflexos para as empresas emissoras desses títulos e para o mercado de dívidas.

Como objetivos específicos para este trabalho, propõe-se os seguintes:

- Conhecer os tipos de títulos ASG existentes
- Avaliar o mercado de títulos ASG brasileiro e mundial.
- Avaliar os custos para realizar emissões sustentáveis.
- Avaliar os principais tipos de títulos utilizados e como o mercado está evoluindo.
- Avaliar as perspectivas futuras e quais os tipos de emissão que as empresas brasileiras podem utilizar para emissões ASG.
- Como os governos e entidades reguladoras podem contribuir para o avanço do mercado de dívidas ASG.

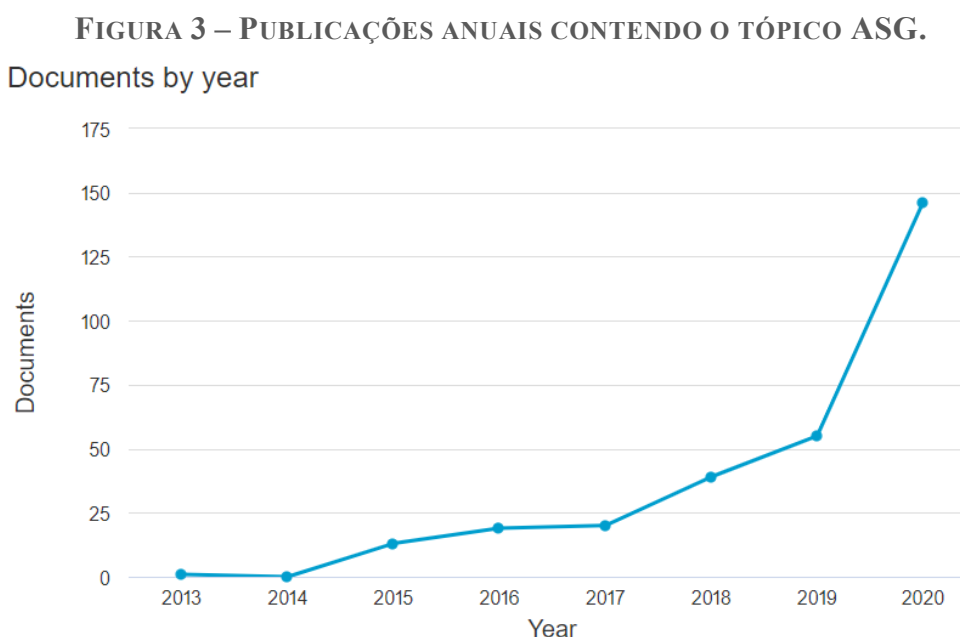
1.4 JUSTIFICATIVA:

O mercado de emissões sustentáveis tem apresentado crescimento global, se tornando cada vez mais importante e mais acessado pelas empresas com emissões de aproximadamente

USD 700 bilhões em 2020, conforme notícia da agência EPBR³ de abril/2021. Essa informação que está de acordo com os valores retratados na Figura 2 -” Evolução nas emissões anuais de títulos ASG no mercado global”.

A agência EPBR informa, ainda, que empresas brasileiras têm recorrido ao mercado externo para a realização de emissões de dívidas sustentáveis (como Klabin, Suzano, JBS). Segundo a mesma fonte, no Brasil, até dezembro de 2020, as emissões verdes representavam pouco mais de 20% da carteira de crédito dos bancos e instituições financeiras brasileiras.

O tema ASG tem ganho cada dia mais representação também na comunidade acadêmica. Pesquisando a base de dados Scopus verifica-se as tendências da literatura relativa a este tema. A Figura 3 apresenta o volume de artigos publicados nos últimos anos que têm ASG como tema principal de pesquisa. Na Figura 4 apresenta-se a evolução da quantidade de pesquisas relacionadas ao tema ‘*Green Bonds*’. Sendo claro o interesse do tema, verifica-se na Figura 5 que, não por acaso, os países que detêm o maior número de publicações sobre este assunto são justamente os detentores dos maiores mercados mundiais para títulos ASG, assim como comércio de carbono (via UNFCCC⁴ ou ETS⁵).

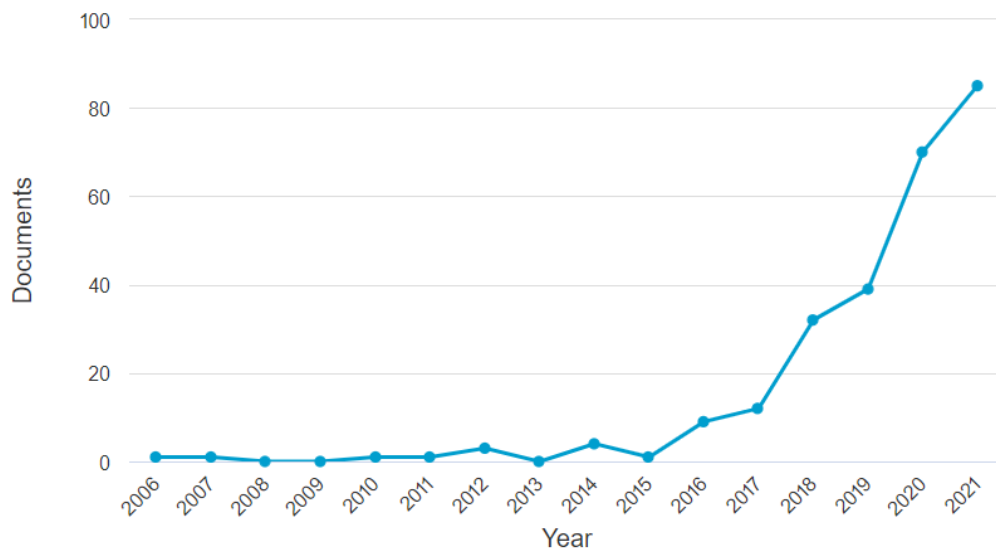


Fonte: Scopus (Elsevier) (2021).

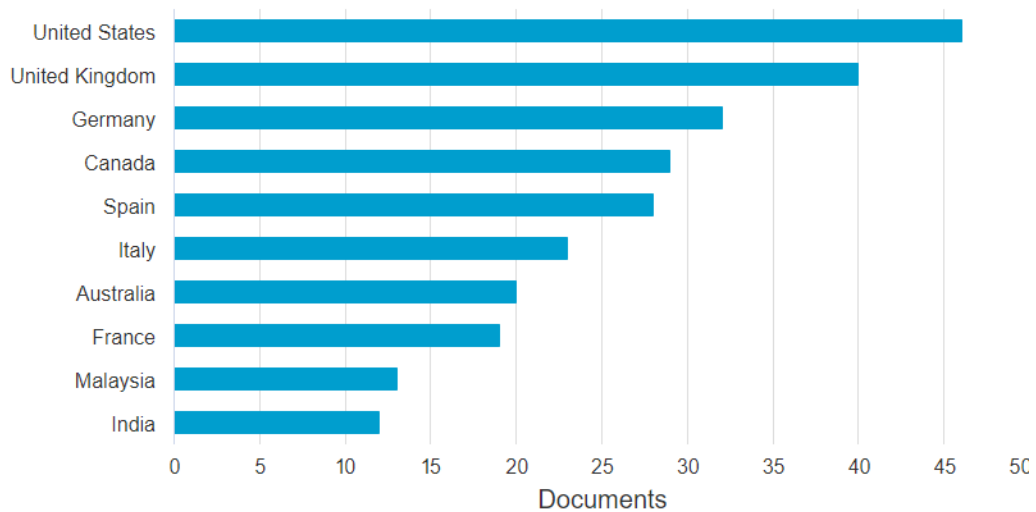
³ A Agência EPBR é uma organização independente de mídia, nativa digital, não partidária, que tem como objetivo informar e engajar a população em geral nas discussões sobre energia no país, sobretudo nas áreas de petróleo, gás natural e energia elétrica.

FIGURA 4 – PUBLICAÇÕES ANUAIS CONTENDO O TÓPICO GREEN BONDS.

Documents by year



Fonte: Scopus (Elsevier) (2021).

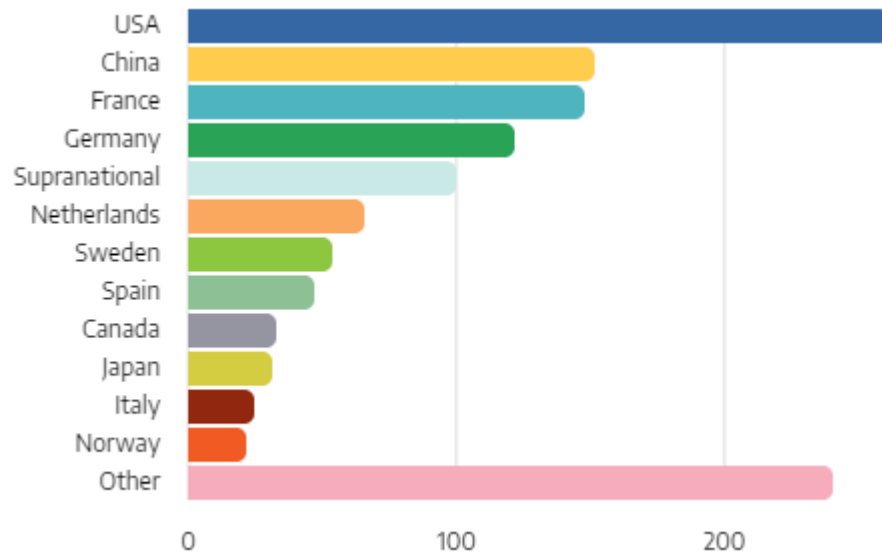
FIGURA 5 – PUBLICAÇÕES SOBRE O TEMA ASG POR PAÍS.

Fonte: Scopus (Elsevier) (2021).

Os países com maior número de publicações sobre o tema ASG são os países que mais possuem emissões sustentáveis desde 2014, e que assim como o número de publicações, o número de emissões vem aumentando com o decorrer dos anos, como mostram as Figuras 6 e 7. Esses dados também apontam na direção de que economias mais desenvolvidas estão mais avançadas em relação aos mercados emergentes, tanto na área acadêmica como no mercado

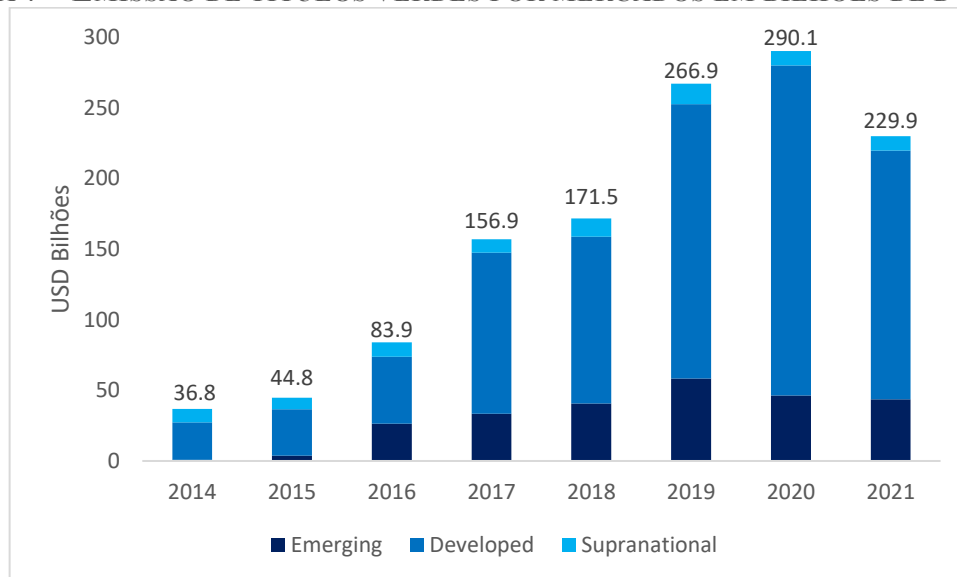
financeiro. Por outro lado, os países emergentes têm muito a crescer nesse tema, do ponto de vista dos negócios e da produção acadêmica e vem crescendo ao longo dos últimos anos.

FIGURA 6 – EMISSÃO DE TÍTULOS VERDES POR PAÍSES EM BILHÕES DE DÓLARES.



Fonte: ClimateBonds (2021).

FIGURA 7 – EMISSÃO DE TÍTULOS VERDES POR MERCADOS EM BILHÕES DE DÓLARES.

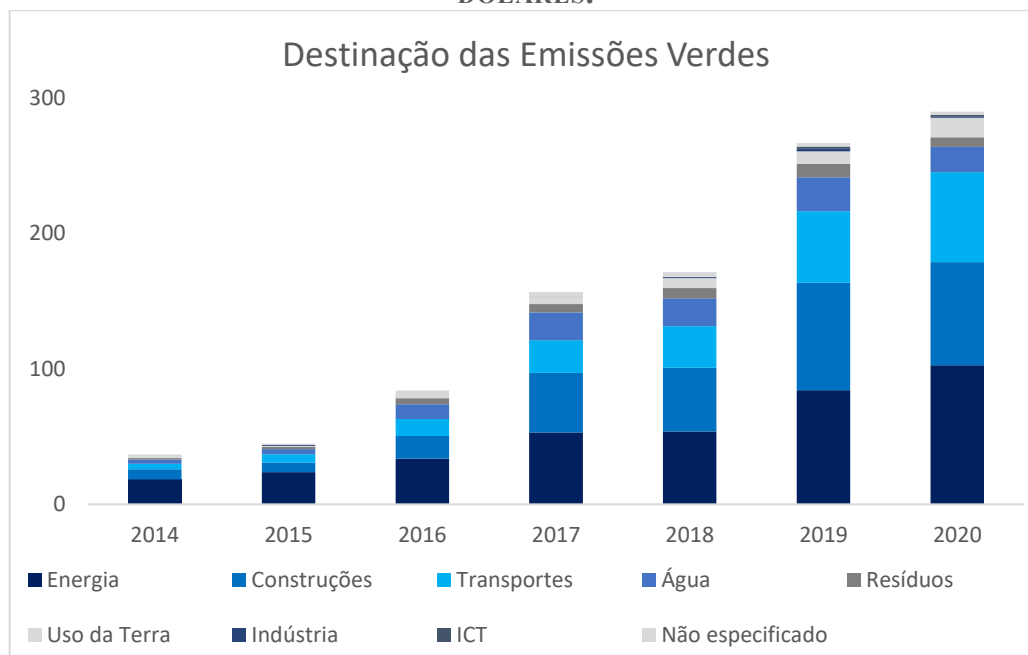


Fonte: ClimateBonds (2021).

“Os negócios sustentáveis promovem a gestão orientada para os todas as partes interessadas, que leva em consideração todas as partes interessadas, incluindo acionistas, consumidores, clientes, comunidades e outros grupos relacionados, e se concentra na redução das externalidades e na maximização do valor social em relação as questões ASG (XIE *et al.*,

2019).” É, portanto, relevante mencionar a destinação dos recursos levantados por meio das emissões de ‘*Green Bonds*’, como apresentado na Figura 8. Os dados mostram que as emissões têm impacto direto no desenvolvimento de empresas e países.

FIGURA 8 – DESTINAÇÃO DOS RECURSOS DOS ‘GREEN BONDS’ EM BILHÕES DE DÓLARES.



Fonte: ClimateBonds (2021).

“O sistema financeiro será crucial para suportar e acelerar os investimentos em energias limpas e em tecnologias necessárias para descarbonizar a economia. Isso é o que os 196 países participantes do Acordo de Paris se comprometeram a fazer o ‘fluxo financeiro’ um caminho consistente para a redução das emissões de gases de efeito estufa e um desenvolvimento climático resiliente de forma a segurar o crescimento da temperatura média global bem abaixo dos 2°C acima dos níveis pré-industriais. O IPCC estima que o ‘fluxo financeiro’ será de US\$ 2,4 trilhões (aproximadamente, 2,5% do PIB global anual) entre 2016 e 2035 (GIANFRANCO & PERI, 2019).”

“Em alguns casos, a demanda por emissões verdes, tem sido sustentada por regulações nacionais, por exemplo a Lei Francesa de Transição de Energia força investidores institucionais a reportarem como eles estão contribuindo para a redução de emissões de CO₂, e, mais recentemente, como estão administrando os riscos climáticos. O Banco da Inglaterra e a Comissão de Valores Mobiliários da Índia emitiram requerimentos para promover e desenvolver o mercado de ‘*Green Bonds*’ (GIANFRANCO & PERI, 2019).”

“Bolsas de valores, como as da Itália, Oslo, Londres, México, Luxemburgo, Shangai e Shenzhen, estabeleceram segmentos de mercado específicos para ‘*Green Bonds*’ a fim de impulsionar esse mercado. Sem dúvidas, esses segmentos de mercado irão contribuir para melhorar a liquidez, transparência e reputação dos ‘*Green Bonds*’, sendo uma forma de aumentar os recursos financeiros necessários para tornar a economia mundial mais verde. (REBOREDO, 2018)”

1.5 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA:

Aplicando a classificação de métodos de Gil (1996) e Silva (2004), a pesquisa se encaixa como: de (i) natureza aplicada, envolvendo o interesse específico nas emissões ASG e seu desenvolvimento no país, e conhecimentos aplicáveis em como esse mercado continuará a se desenvolver nos próximos anos; (ii) com abordagem quantitativa e qualitativa, a parte quantitativa ocorre visto que os dados sobre as emissões ASG realizadas no Brasil e no mundo, foram analisados a fim de entender o comportamento e aceitação do mercado, já a parte qualitativa ocorre devido a uma comparação mais descritiva entre as emissões sustentáveis e as não sustentáveis; (iii) objetivo exploratório, proporcionando grande volume de informações quanto ao tema estudado e temas relacionados, tornando o tema mais simples para os leitores, e/ou o levantamento de hipóteses ao analisar diferentes pontos de vista e situações reais e por último, classifica-se como (iv) Pesquisa Bibliográfica como procedimento técnico, dada a necessidade de um levantamento bibliográfico através de livros e artigos para o entendimento da visão do lado acadêmico do tema, dado que é um tema que está em grande crescimento no mercado financeiro mundial, para a elaboração do trabalho, além do levantamento de informações sobre o mercado brasileiro e mundial de emissões de dívida.

2 REFERENCIAL TEÓRICO:

O mercado financeiro mundial, desde o início do século, vem passando por um processo de inovação em relação as temáticas ASG, e, a partir de 2014, o mercado de emissões vêm passando por essa transformação, com o apoio do GBP emitido pelo ICMA. Como mencionado anteriormente, em 2020 chegou a USD 290 bilhões o montante emitido em títulos ASG.

Enquanto isso, o mercado brasileiro demonstrou interesse por essas operações de modo mais efetivo apenas a partir de 2019, quando 28 emissões foram executadas, totalizando mais de USD 2 bilhões. Desde então, foram emitidos 137 títulos ASG que resultaram em mais de USD 20 bilhões em captações, evidenciando o interesse tanto das empresas como de investidores para esse mercado. Mas, de acordo com dados da Anbima, o país ainda tem um grande potencial de crescimento nessa área, dado que no mesmo período foram emitidos 2821 títulos de renda fixa com valor estimado de USD 100 bilhões de dólares.

A Tabela 1 apresenta os principais artigos empregados no embasamento deste projeto, a ordenação dos artigos é feita com base no número de citações acadêmicas que cada artigo teve de acordo com a base do "Skopus (Elsevier)", sendo que os 11 artigos listados abaixo foram utilizados para a produção do trabalho.

TABELA 1 – ARTIGOS RELACIONADOS A ASG USADOS COMO REFERENCIAL PARA O TRABALHO.

(continua)

Ano	Citações	Tema
2015	306	Uma perspectiva holística sobre os drivers de sustentabilidade corporativa
2009	226	Avaliando os avaliadores: As preocupações com a reputação são poderosas o suficiente para disciplinar as agências de classificação?
2016	165	Além da precificação do carbono: o papel da política bancária e monetária no financiamento da transição para uma economia de baixo carbono
2018	144	Inovação verde, preocupação gerencial e desempenho da empresa: um estudo empírico
2019	89	As atividades ambientais, sociais e de governança melhoram a performance financeira da empresa?
2018	85	Títulos verdes e mercados financeiros: Co-movimento, diversificação e efeitos de transbordamento de preço
2019	62	A vantagem verde: explorando a conveniência de emitir títulos

TABELA 2 – ARTIGOS RELACIONADOS A ASG USADOS COMO REFERENCIAL PARA O TRABALHO.

(conclusão)

Ano	Citações	Tema
2019	56	O enigma do prêmio dos títulos verdes: o papel das características do emissor e da verificação de terceiros
2018	45	Da contabilidade da sustentabilidade a um Sistema de financiamento verde: legitimidade institucional e heterogeneidade de mercado em um centro financeiro global
2020	41	Impulsionadores do crescimento do mercado de títulos verdes: a importância das Contribuições Nacionalmente Determinadas no Acordo de Paris e suas implicações para a sustentabilidade.
2017	32	A consolidação da Indústria de Rating ASG como uma Promulgação de Retrocesso Institucional

Fonte: Produção do próprio autor (Elsevier, 2021).

2.1 REGULAMENTAÇÃO E POLÍTICAS INTERNACIONAIS SOBRE ASG:

Segundo Maria *et al.* (2019),

“Se os governos e instituições financeiras estão trabalhando para harmonizar os padrões, eles estão providenciando incentivos para promover a emissão de instrumentos financeiros verdes. Muitas iniciativas nacionais e internacionais foram criadas para diversificar os portfólios baseados em carbono e redirecionar os ativos para projetos mais ecológicos. Por exemplo, em dezembro de 2017, a Comissão Europeia anunciou uma disposição para diminuir os requisitos de capital para empréstimos para construções com eficiência energética e carros elétricos”.

O International Capital Markets Association' (ICMA) é uma associação sem fins lucrativos com mais de 600 membros em 65 países, sediada em Zurich na Suíça, e dedicada ao mercado internacional de dívidas. Objetiva promover o relacionamento institucional de seus membros sobre o mercado internacional de capitais e de securitizações⁶, e auto-regulamentação, de modo a gerir essas operações junto ao mercado financeiro. Além disso, prestam serviços e dão assistência aos participantes do mercado internacional de capitais e de securitizações nas emissões de dívidas ASG. Assim, o ICMA foca em melhorar as práticas de mercado e questões regulatórias que impactam os aspectos de funcionamento do mercado. “O ICMA está focado em 4 áreas do mercado de renda fixa: primário, secundário, repo (Acordos de Recompra) e de garantias, assim como finanças sustentáveis”.

⁶ Securitização: tipo de emissão de renda fixa que utiliza a cessão de um ativo para o pagamento dos juros e principal da emissão

O ICMA criou quatro princípios para reger as emissões de títulos de dívida relacionados aos temas ASG, focando em dar maior transparência as emissões: Green Bond Principles (GBP) que rege os títulos verdes, Social Bond Principles (SBP) que rege os títulos sociais, Sustainability Bond Guidelines (SBG) que rege os títulos sustentáveis, Sustainability-Linked Bonds Principles (SLBP) que rege os títulos ligados a metas sustentáveis. Os princípios funcionam com uma auto-regulamentação entre os participantes do mercado financeiro, não possuindo um acordo internacional como o Acordo de Basiléia.

O Climate Bonds Initiative, em seu site, diz que “é uma organização internacional que trabalha para mobilizar o capital do mercado de títulos de dívida para soluções para a mudança do clima, um mercado de aproximadamente USD 100 trilhões”. Para isso, promovem investimentos em projetos e ativos necessários para uma rápida transição para uma economia de baixo carbono e resiliente ao clima. “A sua estratégia consiste em desenvolver emissões grandes e líquidas que irão auxiliar a reduzir o custo de capital para projetos relacionados ao clima em mercados desenvolvidos e em desenvolvimento”. Assim, possuem os seguintes trabalhos: Inteligência de mercado: “reportam a evolução do mercado Títulos ASG e identificam e demonstram oportunidades de projetos de infraestrutura verde ao redor do mundo”, e a emissão de certificações para as emissões ASG e auxílio as empresas no processo de emissões ASG.

Artir W. Ng (2018) diz que

“Em particular, sustentabilidade ambiental se tornou uma preocupação no risco de crédito quando se avaliam empresas. Dado o crescimento desta preocupação entre os ‘stakeholders’ financeiros, reguladores em todas as jurisdições estão gradualmente aceitando a adoção institucional de relatórios GRI e ASG como uma tendência global e regional legítima.”

Global Reporting Initiative (GRI)

O padrão de relatório integrado do Global Reporting Initiative (GRI) é igualmente relevante para o mercado de emissões. Trata-se de uma organização internacional independente, sem fins lucrativos, que criou uma das primeiras iniciativas para divulgação de dados sobre o tema ASG. No ano de 2000, criaram a primeira versão das Diretrizes do GRI, que promoveu a primeira estrutura global para relatórios de sustentabilidade. Conforme retratado em seu site, “O GRI surgiu como um mecanismo para garantir que as companhias aderissem aos princípios de conduta ambiental responsável, e posteriormente incluiu os aspectos sociais, econômicos e de governança”. Assim, continua em seu próprio site, “a GRI criou um modelo de relatório

para que as empresas divulguem as suas iniciativas, projetos e impactos que o tema ASG tem na empresa, tornando mais fácil a comparação entre as empresas e auxiliando os investidores na sua análise”. A GRI recomenda que após a confecção do relatório pela empresa, seja feita uma auditoria do relatório por um terceiro, seja uma empresa de auditoria ou mesmo a GRI, para autenticar que as informações contidas no relatório estejam corretas. Ao adotar o padrão GRI de relatório, as empresas podem buscar a certificação GRI, dando maior autenticidade ao relatório.

Princípios para Investimentos Responsáveis (PRI)

Os Princípios para Investimentos Responsáveis (PRI) foi criado por uma iniciativa do secretário geral da ONU junto a um grupo de investidores e divulgado em 2006 pela Bolsa de Valores de Nova Iorque (NYSE), buscando desenvolver um sistema financeiro global mais sustentável. Os princípios buscam difundir a implementação de tópicos ASG nas análises de investimento, identificação e resolução de problemas relacionados ao tema nas empresas. Assim, o PRI busca difundir o tema ASG em todas as frentes do mercado. Abaixo os princípios:

- **Princípio 1:** “Nós iremos incorporar os problemas ASG nas nossas análises de investimento e no processo de tomada de decisão”.
- **Princípio 2:** “Nós seremos donos ativos e iremos incorporar os problemas ASG nas nossas políticas e práticas de dono”.
- **Princípio 3:** “Nós iremos buscar divulgações apropriadas dos problemas ASG nas entidades em que investirmos”.
- **Princípio 4:** “Nós iremos promover a aceitação e implementação dos princípios na indústria de investimento”.
- **Princípio 5:** “Nós iremos trabalhar juntos para aumentar a nossa efetividade em implementar os Princípios”.
- **Princípio 6:** “Nós iremos apresentar um relatório sobre nossas atividades e progressos na implementação dos princípios”.

‘Sustainability Accounting Standards Board’ – Conselho de Padrões Contábeis de Sustentabilidade (SASB):

Assim como o GRI, o SASB desenvolveu um documento com 77 padrões da indústria e que foi lançado em novembro de 2018. “O documento fornece um conjunto completo de padrões específicos do setor aplicáveis globalmente que identificam o conjunto mínimo de tópicos de sustentabilidade financeira e suas métricas associadas para uma empresa típica em um setor da indústria”. Sendo mais uma ferramenta para auxiliar as empresas na divulgação de suas informações relacionadas a ASG e consequentemente, dar maior visibilidade e transparência as informações, auxiliando os investidores na tomada de decisão. Assim, as empresas possuem alguns tipos de relatórios sobre os temas ASG em que podem seguir, dando flexibilidade as empresas e auxiliando os investidores na avaliação das empresas tanto para o investimento em suas ações nas bolsas de valores, como para o investimento em emissões de dívidas ASG.

‘Sustainable Finance Disclosure Regulation’ (SFDR):

O SFDR é uma regulação criada pelo Parlamento Europeu em conjunto com o Conselho da União Europeia definindo sobre a divulgação de informações relacionadas a sustentabilidade para as empresas relacionadas aos serviços financeiros que entrou em vigor em 2021 com base na Agenda 2030 da ONU. Assim como já falado sobre o GRI e o SASB, esse documento é mais um que busca trazer maior transparência na divulgação de dados sobre ASG e, consequentemente, dar aos investidores maior confiança na hora de investir, a diferença desse para os relatórios anteriores é de que ele será obrigatório para as firmas de investimento, como bancos, seguradoras, gestores de ativos, entre outros. Com o objetivo de informar tanto sobre os riscos dos produtos financeiros como da adoção dos critérios ASG em seus processos de investimento.

2.2 REGULAMENTAÇÃO BRASILEIRA:

Em 2016 a Federação Brasileira de Bancos (Febraban) em conjunto com o Conselho Empresarial Brasileiro para o Desenvolvimento Sustentável (CEBDS) desenvolveu um guia para emissões verdes, com base nos processos internacionalmente aceitos, onde exploram o que são os títulos verdes e qual o processo para emití-los no Brasil. Assim, o setor é auto regulado.

Neste documento a Febraban define os títulos verdes como “títulos de renda fixa utilizados para captar recursos com o objetivo de implantar ou refinancear projetos ou ativos que tenham atributos positivos do ponto de vista ambiental ou climático. Os projetos que

receberão os recursos podem ser novos ou já existentes” (Febraban, 2016). É uma definição em linha com a adotada pelo ICMA em seus princípios para a emissão de títulos verdes. Trata-se de dívida com finalidade específica. Assim como nos financiamentos bancários, destinados a bens específicos cuja aquisição deve ser demonstrada, da mesma forma os títulos verdes. Assegura-se, com isso, transparência sobre o uso da captação executada.

Para realizar a emissão, o guia recomenda seguir o GBP. As emissões devem ter validação por segunda parte independente, assim como ocorre com as emissões tradicionais, dando maior reconhecimento e credibilidade à emissão no mercado. A validação por meio de segunda opinião ocorre através das agências de classificação de risco, por empresas de auditoria credenciadas ou por meio de certificações. Os custos de estruturação da emissão são semelhantes ao de uma emissão comum que conte com relatório de classificação de risco, considerando que os custos da B3 são os mesmos para emissões tradicionais ou verdes.

Atualmente, não há regulação existente para punir um emissor ou um título que não cumpra com os requisitos necessários ou que falhe em aplicar o dinheiro ao projeto indicado. Os principais danos, são: o dano reputacional ao emissor e demais envolvidos, e a perda de valor tanto da empresa como do título em questão, pois com os princípios e regulações que vêm sendo criadas, um título ASG que não cumpre com o seu propósito perderá o seu valor e consequentemente, a atratividade de investimento sustentável. Entretanto, o contrato da operação pode incluir cláusulas punitivas em caso de descumprimento, como aumento do custo da operação e recompra imediata do título com prêmio aos investidores, sendo medidas de garantia dos investidores.

A resolução 4237/2014 do Banco Central do Brasil (Bacen) dispõe sobre as diretrizes que devem ser observadas no estabelecimento e na implementação da Política de Responsabilidade Socioambiental (PRSA) pelas instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, ou seja, é um processo obrigatório para as instituições financeiras brasileiras. Embora não tenha foco ASG específico e seja mais ampla no que se refere a desenvolvimento sustentável, a resolução inova e estabelece que os seguintes princípios:

- I. **“Relevância:** o grau de exposição ao risco socioambiental das atividades e das operações da instituição”;
- II. **“Proporcionalidade:** a compatibilidade da PRSA com a natureza da instituição e com a complexidade de suas atividades e de seus serviços e produtos financeiros”.

A regulamentação deixa que cada empresa crie o seu documento do PRSA de acordo com as recomendações da resolução do Bacen, realizando a revisão do documento pelo menos a cada 5 anos, pois cada empresa possui o seu próprio modelo de negócio e ‘stakeholders’. Sendo assim, as empresas devem definir as suas estratégias de governança e gerenciamento do risco socioambiental.

Em setembro de 2021 o Conselho Monetário Nacional (CMN) emitiu a resolução 4.945/2021, que trata sobre políticas de responsabilidade social, ambiental e climática (PRSAC) e sobre as ações com vistas à sua implementação. Trata-se de uma ampliação da resolução 4.237/2014 mencionada anteriormente. “A resolução considera a **natureza social**: o respeito, a proteção e a promoção de direitos e garantias fundamentais e de interesse comum; **Interesse comum**: interesse associados a um grupo de pessoas ligadas jurídica ou factualmente pela mesma causa ou circunstância, quando não relacionada à natureza ambiental ou à natureza climática; **Natureza ambiental**: a preservação e a reparação do meio ambiente, incluindo sua recuperação, quando possível; **Natureza climática**: a contribuição positiva da instituição na transição para uma economia de baixo carbono, em que a emissão de gases do efeito estufa é reduzida ou compensada e os mecanismos naturais de captura desses gases são preservados, e na redução dos impactos ocasionados por intempéries frequentes e severas ou por alterações ambientais de longo prazo, que possam ser associadas a mudanças em padrões climáticos. Levando em consideração os impactos das atividades, produtos e serviços, os objetivos estratégicos e as condições de competitividade e ambiente regulatório”.

O mercado nacional conta ainda com a instrução normativa 480/2019 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) emitida em novembro de 2019 e trata sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Sendo assim, a instrução é responsável por ditar todas as informações necessárias a serem divulgadas sobre as empresas que desejam negociar valores mobiliários, definindo quais são as informações necessárias à divulgação para cada tipo de valor mobiliário emitido pela empresa.

No Brasil, para se negociar valores mobiliários em mercados regulamentados, como ações, certificado de depósitos de ações (BDRs), valores mobiliários conversíveis, bônus de subscrição, debêntures conversíveis ou permutáveis em ações, debêntures, Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA), Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), é necessário que a empresa tenha registro na CVM. Ao ter registro na CVM, a norma define as informações que a empresa deve tornar pública.

A CVM vem realizando consultas junto aos participantes do mercado, usando a jurisdição americana e europeia como base, a fim de reduzir custos, melhorar a qualidade das informações disponibilizadas e focar em pontos ASG. Segundo a CVM, “A consulta tem o objetivo de tornar mais intuitivos os documentos que as empresas devem divulgar, diminuir a quantidade de anos abordados em cada documento, melhoria de pontos relacionados ao cadastro e emissões das empresas junto a CVM devido a experiência da autarquia na supervisão e aplicação, e a adoção dos critérios ASG nos documentos publicados pelas empresas, aperfeiçoando os mecanismos de divulgação de informações pelas empresas e atendendo ao desejo crescente dos investidores e ‘stakeholders’”.

Para as adições dos critérios ASG, a CVM utilizou de regras propostas pelo Laboratório de Inovação Financeira (LAB⁷). O formulário de referência atual já aborda temas relacionados ao ASG, com maior foco na governança, mas a empresa enxerga um interesse crescente de investidores, um desenvolvimento acelerado do conteúdo e da forma que as informações são reportadas pelos emissores, seja de forma voluntária ou por obrigações legais. Assim, a consulta abordou a manutenção da estrutura existente, mas com aprimoramentos, destacados a seguir⁸:

1. Desmembramento dos riscos socioambientais em riscos sociais e riscos ambientais climáticos, trazendo maior clareza nos itens abordados.
2. Posicionamento do emissor sobre a adoção ou não de indicadores de desempenho para questões ambientais e sociais.
3. Exigência de posicionamento do emissor sobre quais ODS enunciados pela Organização das nações Unidas são relevantes no contexto de seus negócios.
4. Adoção de “pratique-ou-explique”, de modo que os emissores que não divulgam relatórios de sustentabilidade ou equivalente, ou não tenham indicadores-chave de desempenho para questões ambientais e sociais, expliquem o motivo de não ter e/ou fazer.

Com isso, a CVM busca trazer maior transparência sobre questões ambientais, sociais e de governança, ao mesmo tempo que permite flexibilidade aos emissores reportarem apenas informações que sejam relevantes ao seu contexto. Além disso, a instrução dá a liberdade para

⁷ LAB: Laboratório de Inovação Financeira da B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. Empresa que tem como “objetivo criar soluções inovadoras de financiamento para a alavancagem de recursos privados para projetos com adicionalidade social e/ou ambiental e contribuir para o cumprimento das metas brasileiras associadas aos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável – ODS (Agenda 2030) e ao Acordo de Paris”.

⁸ Pontos 1 a 4 retirados do site da CVM.

que cada empresa escolha o seu modo de divulgação de informações, desde que faça a divulgação e esteja dentro dos padrões exigidos, não obrigando a seguir nenhum dos formatos atualmente defendidos pelas organizações que se propõem a organizar este mercado.

Segundo a CVM, “A consulta também aborda algumas informações específicas ligadas ao tema ASG, a fim de assegurar um conjunto mínimo e comparável de dados prestados por todos os emissores, e não apenas aqueles que se voluntariam em divulgar as informações. Para isso, a instrução se beneficia de informações que já são obrigatórias no Formulário de Referência”, sendo acrescidos os seguintes pontos:

1. “Sobre a estrutura administrativa, divulgar dados sobre diversidade dos órgãos de administração e a indicação dos canais, caso existam, pelos quais questões críticas em temas ambientais e sociais cheguem a conhecimento do conselho de administração”.
2. “Sobre remuneração dos administradores, esclarecer se a remuneração é afetada por indicadores ambientais e sociais”.
3. “Sobre recursos humanos, informações sobre diversidade da força de trabalho e diferenças dos patamares de remuneração”.

Quanto ao Laboratório de Inovação Financeira (LAB), ele é um fórum de interação multissetorial criado pela Associação Brasileira de Desenvolvimento (ABDE), o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em 2017 e que atua por meio do diálogo através de Grupos de Trabalho, e que em parceria com a Deutsch Gesellschaft für Internationale Zusammenarbeit (GIZ) GmbH, reúne representantes do governo e da iniciativa privada para promover as finanças sustentáveis no país. O LAB tem como objetivo criar soluções para governos e empresas que realizam projetos que possuem adicionais sociais e/ou ambientais, ou seja, projetos que estão alinhados aos ODS definidos pela ONU e ao acordo de Paris.

Atualmente, o LAB conta com quatro Grupos de Trabalho (GT): Gestão de risco ASG e transparência, ‘*Fintechs*’ e Instrumentos Financeiros, Finanças Verdes, e Investimento de Impacto.

O GT sobre gestão de risco ASG e transparência, busca formas de melhorar a visão sobre o tema ASG dentro das instituições financeiras, aproveitando o crescimento do assunto, auxiliando na adoção e na abordagem dos riscos relacionados. O GT sobre Finanças Verdes foi criado em 2017, é focado nas emissões verdes, auxiliando estruturadores de emissões e

investidores no entendimento sobre o assunto, e formas de melhorar as regulações vigentes, a fim de expandir e melhorar esse tipo de emissão dentro do mercado de capitais. O GT Instrumentos Financeiros e Investimentos de impacto, tem como objetivo criar novos instrumentos de investimento relacionados aos critérios ASG, e que tenham impacto direto na sociedade.

Sendo assim, o LAB é uma instituição que visa colaborar para o desenvolvimento de um mercado financeiro sustentável, buscando melhorias e inovações que tragam impacto socioambiental, e desenvolvimento ao país.

A CVM também debate, por meio de audiências públicas, a conveniência e a possibilidade de que sejam estabelecidos, no mercado brasileiro, Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) com base em projetos ASG, ou seja, FIDCs verdes. A ideia inicial é a de que os fundos deverão investir em direitos creditórios que estejam alinhados aos princípios para títulos verdes do ICMA.

O projeto também busca incentivar o crescimento desse tipo de emissão, por ser um título de renda fixa que ainda não possui tamanho, nem liquidez semelhante ao mercado de debêntures brasileiro, que já é um mercado consolidado e que já trabalha com as emissões sustentáveis. Atualmente, os FIDCs possuem liquidez limitada por serem disponíveis apenas para investidores qualificados, ou seja, investidores que possuem mais de BRL 10 milhões de reais em investimentos, em sua maioria bancos e fundos de investimentos.

2.3 DEFINIÇÃO DE ASG:

De acordo com Olmedo *et al.* (2019),

“o contexto corrente demanda que as empresas contribuam para um desenvolvimento sustentável, por meio de estratégias corporativas que integrem práticas sustentáveis em suas atividades com o objetivo de atingir uma sustentabilidade corporativa. Sustentabilidade corporativa, portanto, requer comprometimento entre meio ambiente, social e necessidades econômicas presentes das partes interessadas de uma empresa e suas necessidades futuras. De acordo com Lozano (ANO), sustentabilidade corporativa se refere a atividades corporativas que proativamente procurem contribuir para um equilíbrio sustentável, incluindo as dimensões econômicas, de meio ambiente e sociais de hoje, assim como suas inter-relações dentro e ao longo da dimensão do tempo (por exemplo: o curto, longo e muito longo prazo), enquanto endereçam os sistemas da companhia, por exemplo, operações e produção, gestão e estratégia, sistemas organizacionais, compras e marketing, e relatórios e comunicações, bem como suas partes interessadas”.

A União Nacional da Bioenergia (2021) define ASG como sendo “uma sigla utilizada para medir as práticas ambientais, sociais e de governança de uma empresa”, ou seja, “como um negócio busca formas de minimizar seus impactos no meio ambiente, construir um mundo mais justo e responsável para as pessoas em seu entorno e manter os melhores processos de administração”. Assim, o ASG é uma forma de enxergar uma empresa além dos seus números financeiros, mas como ela está sendo gerida, quem está por trás do negócio e como a empresa tem trabalhado para alcançar esses números, se a empresa cumpre com todos os requisitos legais, se ela possui boas práticas de governança, se ela se corrompe, se ela tá gerando impactos permanentes na natureza, se ela busca incluir a sociedade em seu negócio, ela cuida e trata bem os seus funcionários, entre diversos outros pontos, que mostram se a empresa tem trabalhado para, além de crescer e se desenvolver, melhorar o ambiente em que ela está inserida. Portanto, o ASG é uma por meio da qual as empresas podem demonstrar seu comprometimento com seus “stakeholders”, gerando impactos positivos financeiros, sociais e ambientais. Nesse sentido, contudo, iniciativas como o GRI já oferecem modelos de relato integrado que cumprem o mesmo fim. O mercado de títulos verdes poderia facilmente dispensar toda essa construção que parece desnecessária por ser repetitiva de conceitos já disseminados desde o final da década de 1990.

A XP Investimentos diz que, “A adoção de princípios ASG na análise de empresas permite-nos trazer para mesa de discussão questões que, além de serem fatores cruciais para o bem da sociedade, manutenção do planeta e construção de um mundo melhor, afetam diretamente os resultados das empresas. Na nossa visão, as empresas vencedoras serão aquelas cujo comportamento em relação às questões ambientais, sociais e de governança são colocadas em primeiro plano”. Complementando essa visão a gestora de recursos JGP, através de sua carta aos investidores, entende que “existe uma correlação positiva entre scores ASG elevados com (1) atração e retenção de talentos, (2) valor da marca, (3) maior engajamento de stakeholders, (4) conformação ótima de produto, (5) menor custo de capital e (6) menores riscos operacionais, financeiros, de imagem e regulatórios”. Sendo duas visões, de participantes do mercado financeiro, que mostram como os conceitos ASG estão relacionados a temática dos investimentos e ao serem incorporados, trazem benefícios relacionados ao dia a dia das empresas. Utilizando as definições já apresentadas sobre ASG da União Nacional de Bioenergia e do CFA, junto a definição da XP investimentos, tem-se a seguinte definição para a sigla ASG:

A – ‘*Environmental*’ – Ambiental: o critério ambiental está relacionado ao uso de recursos naturais, desmatamento quando relacionado a atividade da empresa, emissões

de gases de efeitos estufa, eficiência energética e uso de fontes de energia renovável, posicionamento em relações às questões de mudanças climáticas, poluição, gestão de resíduos e efluentes, logística reversa dos produtos, negociação junto a fornecedores que prezem por boas práticas ambientais e ‘*FairTrade*’, preservar a biodiversidade dos locais em que está instalada.

S – Social: o critério social está relacionado a políticas e relações de trabalho, inclusão e diversidade, engajamento dos funcionários, treinamento da força de trabalho, direitos humanos, relações com comunidades, privacidade proteção de dados. Esse critério é o mais abrangente entre eles, pois para cada stakeholder tem um ponto que é mais importante para si. Além disso, assim como para o ambiental, entra também a relação da empresa com os seus fornecedores, se eles seguem critérios ASG, se adotam as melhores práticas com seus funcionários, busca conhecer o negócio do seu fornecedor e sua atuação.

G – ‘Governance’ – Governança: independência do conselho, política de remuneração da alta administração, diversidade na composição do conselho de administração, estrutura dos comitês de auditoria e fiscal, ética e transparência. Ou seja, é um ponto relacionado à como a empresa é administrada, e se a gestão atende aos desejos de todos os seus stakeholders, e não apenas de uma das partes interessadas. Além de levar em conta outros pontos como transparência, honestidade, equidade, práticas anticorrupção e gestão dos riscos. Na parte da remuneração, é importante entender se a remuneração da diretoria e conselho está atrelada a evolução dos pontos ASG pela empresa e está vinculada ao crescimento do negócio e de seus lucros.

Portanto, o ASG é um tema que vem ganhando espaço maior entre as empresas, investidores e ‘*stakeholders*’, por ser um modo – em teoria – de aliar o modelo de negócio das empresas a um desenvolvimento sustentável e que contribui para o melhor desenvolvimento do planeta. A agenda ASG também está relacionada às principais convenções mundiais relacionadas a clima e meio ambiente, como Rio-92, Protocolo de Kyoto, Acordo de Paris, Agenda 2030, Cúpula de líderes sobre o clima, COP26, entre outros.

Outro ponto importante sobre o ASG é o efeito em cascata que ele gera, pois para que as empresas tenham bons fundamentos ASG e sejam bem vistas, elas precisam manter boas relações e manter negócios com boas empresas, que buscam ter boas práticas relacionadas ao

ASG. Por exemplo, se uma empresa do setor de vestuário compra roupas de um fornecedor que não respeita direitos trabalhistas, usando mão de obra em condições análogas à escravidão, não cumprirá um dos requisitos ASG. Entretanto, é muito importante ter claro o fato de que sustentabilidade, ASG e temas correlatos estão ainda no universo da auto-regulamentação. Logo, distorções conceituais são ainda observadas.

Contribui para o crescimento do debate sobre ASG, é o ponto demonstrado em pesquisa feita pelo ‘Bank of America’⁹, um dos maiores bancos do mundo, em que aborda a visão dos “millennials” ou geração Y, nascidos entre 1981 e 1996, e a geração Z, nascidos entre 1995 e 2016. Os resultados da pesquisa apontam que “os setores mais afetados serão aqueles indicados como prejudiciais à sustentabilidade, como companhias aéreas, que utilizam muito combustível não renovável e altamente poluentes, empresas produtoras de carne, que geram gases causadores do efeito estufa, desmatamento e, por vezes, maus tratos aos animais”.

Assim, o ‘Bank of America’ acredita que “os investimentos feitos por essa geração incluirão o ativismo sustentável impulsionado pelos consumidores das empresas e que 80% da geração Z leva em consideração as práticas ASG da empresa ao investir”. Com isso, há risco inerente em se financiar operações nesses setores. Logo, não se trata de uma questão de mercado de capitais, mas de mercado financeiro também.

Outro estudo feito, por um importante banco global, o UBS¹⁰, concluiu que “83% dos investidores com idade entre 18-34 anos declaram ter interesse em investimentos sustentáveis, versus 30% entre os investidores com mais de 51 anos”. Em estudo feito pela McKinsey¹¹, “79% da geração Z afirmaram que parariam de comprar de uma empresa se ela fosse considerada racista e 76% fariam o mesmo com relação a homofobia”. Isso mostra que essas questões estão e serão cada vez mais abordados pelo público, consumidores e investidores, e cada vez mais as empresas precisarão se posicionar em relação ao tema ASG. Em linha com as pesquisas mencionadas acima, Tang *et al.* (2018) pondera que o

“limite de recursos, preferências dos consumidores, pressões sociais e políticas regulatórias estão levando à necessidade de uma abordagem mais equilibrada para o crescimento econômico e a sustentabilidade ambiental. Em adição as políticas ambientais públicas e regulatórias, as empresas têm pressões para enfrentar, de seus consumidores e fornecedores para desenvolver novos mercados e vantagens competitivas para melhorar sua imagem corporativa”.

⁹ Pesquisa Bank of America sobre a geração Z: <https://www.infomoney.com.br/onde-investir/zillennials-devem-mudar-investimentos-para-sempr-diz-bofa/>

¹⁰ Pesquisa UBS sobre investimentos sustentáveis: <https://www.ubs.com/global/en/wealth-management/insights/2019/more-reasons-to-talk.html> e <https://www.ubs.com/global/en/wealth-management/insights/2019/millennials-and-thematic-investing.html>

¹¹ Pesquisa McKinsey: <https://negociossc.com.br/blog/o-que-os-consumidores-da-geracao-z-querem-das-marcas>

Ou seja, ‘stakeholders’ e governos terão um papel importante para o desenvolvimento das políticas ASG pelas empresas. Contudo, aspecto a ser considerado no modelo tradicional de negócios é que essas pesquisas consideram populações com necessidades básicas atendidas e elevado nível de informação. América Latina, África e Sudeste Asiático ainda contam com populações que ainda não tiveram a oportunidade de consumir, como os entrevistados nas pesquisas do ‘Bank of America’ e do UBS. Modelos de negócios tradicionais, não ASG, ainda têm espaço e demanda, o que torna a questão delicada e por certo demandante de regulamentação em níveis internacionais.

2.4 TIPOS DE EMISSÃO DE TÍTULOS ASG:

As emissões ASG hoje são reguladas por meio de convenções internacionais criadas pelo ICMA através da discussão entre participantes do mercado, como investidores, emissores, estruturadores. Assim, o modelo das emissões é atualizado periodicamente, conforme o mercado evolui e novos métodos são criados através da visão e conhecimento dos participantes do mercado. A Tabela 2 apresenta resumo das principais emissões.

TABELA 2 – TIPOS DE EMISSÃO ASG.

Etapas	Títulos Verdes	Títulos Sociais	Títulos Sustentáveis	Títulos Climáticos
Uso Dos Recursos	Utilizados em projetos verdes ou no refinanciamento de um projeto. É necessário descrever o benefício ambiental do projeto	Utilizados em projetos sociais ou no refinanciamento de um projeto. É necessário descrever o benefício social do projeto	Utilizados em projetos sociais e verdes, ou no refinanciamento de um projeto. É necessário descrever o benefício social e ambiental do projeto	Utilizados em projetos climáticos, ou no refinanciamento de um projeto. É necessário descrever o benefício social e/ou ambiental do projeto
Avaliação e Seleção de Projetos	Deve-se descrever os objetivos ambientais, como os projetos se encaixam como um projeto ambiental elegível, riscos e mitigantes, critérios utilizados e como o projeto se encaixa nos objetivos e estratégias da empresa.	Deve-se descrever os objetivos sociais, como os projetos se encaixam como um projeto social elegível, riscos e mitigantes, critérios utilizados e como o projeto se encaixa nos objetivos e estratégias da empresa.	Deve-se descrever os objetivos sociais e ambientais, como os projetos se encaixam como um projeto social e ambiental elegível, riscos e mitigantes, critérios utilizados e como o projeto se encaixa nos objetivos e estratégias da empresa.	Deve-se descrever os objetivos impacto climático, como os projetos se encaixam como um climático elegível, riscos e mitigantes, critérios utilizados e como o projeto se encaixa nos objetivos e estratégias da empresa.
Gestão dos Recursos	Enquanto o título não for repago, deve-se rastrear os recursos e manter os recursos em investimento permitidos definidos no contrato da emissão. Recomenda-se a revisão do uso dos recursos por auditor.	Enquanto o título não for repago, deve-se rastrear os recursos e manter os recursos em investimento permitidos definidos no contrato da emissão. Recomenda-se a revisão do uso dos recursos por auditor.	Enquanto o título não for repago, deve-se rastrear os recursos e manter os recursos em investimento permitidos definidos no contrato da emissão. Recomenda-se a revisão do uso dos recursos por auditor.	Enquanto o título não for repago, deve-se rastrear os recursos e manter os recursos em investimento permitidos definidos no contrato da emissão. Recomenda-se a revisão do uso dos recursos por auditor.
Relatório	Relatórios devem ser renovados anualmente. No relatório deve-se indicar o uso dos recursos, descrição do projeto (caso tenha algum impedimento de divulgação, deve-se divulgar a categoria beneficiada com o recurso) e impacto esperado, utilizando-se de indicadores qualitativos e quantitativos.	Relatórios devem ser renovados anualmente. No relatório deve-se indicar o uso dos recursos, descrição do projeto (caso tenha algum impedimento de divulgação, deve-se divulgar a categoria beneficiada com o recurso) e impacto esperado, utilizando-se de indicadores qualitativos e quantitativos.	Relatórios devem ser renovados anualmente. No relatório deve-se indicar o uso dos recursos, descrição do projeto (caso tenha algum impedimento de divulgação, deve-se divulgar a categoria beneficiada com o recurso) e impacto esperado, utilizando-se de indicadores qualitativos e quantitativos.	Relatórios devem ser renovados anualmente. No relatório deve-se indicar o uso dos recursos, descrição do projeto (caso tenha algum impedimento de divulgação, deve-se divulgar a categoria beneficiada com o recurso) e impacto esperado, utilizando-se de indicadores qualitativos e quantitativos.
Revisão Externa	A revisão externa deve ocorrer o relatório pré-emissão e nos relatórios anuais. Recomenda-se a revisão externa, que pode ser realizada por: consultor de sustentabilidade ambiental, verificação independente, certificação verde ou agência de rating.	A revisão externa deve ocorrer o relatório pré-emissão e nos relatórios anuais. Recomenda-se a revisão externa, que pode ser realizada por: consultor de sustentabilidade ambiental, verificação independente, certificação verde ou agência de rating.	A revisão externa deve ocorrer o relatório pré-emissão e nos relatórios anuais. Recomenda-se a revisão externa, que pode ser realizada por: consultor de sustentabilidade ambiental, verificação independente, certificação verde ou agência de rating.	Realizar a revisão externa junto a uma agência de verificação ou de rating, e submeter Climate Bonds Initiative, e para obter a certificação de título climático é necessário realizar o relatório pré-emissão e para manter a certificação submeter os relatórios anuais a empresa.

Fonte: Produção do próprio autor (2021).

2.4.1 Títulos verdes (*‘green bonds’*):

Segundo Bachelet, Maria, Becchetti, Leonardo e Manfredonia, Stefano (2019),

“Um título verde é definido como um produto de renda fixa que oferece aos investidores a oportunidade de participar do financiamento de projetos verdes, auxiliando a mitigar as mudanças climáticas e suportando os governos nos seus planos de adaptação as mudanças climáticas. Os títulos verdes não possuem diferenças em relação as emissões convencionais; A única característica é a especificação de que os recursos da venda dos títulos sejam investidos em projetos que gerarão benefícios ambientais”.

Os títulos verdes são os títulos que buscam financiar projetos verdes, ou seja, projetos que contribuem para a sustentabilidade ambiental. O ICMA, através do Green Bonds Principles – GBP dá diretrizes para guiar as emissões desses tipos de títulos, buscando trazer maior transparência, melhorar a percepção do impacto dos projetos, a fim de aumentar a alocação de capital nesse tipo de projeto. Os tipos de projetos comumente financiados são:

“Energia renovável, eficiência energética, prevenção e controle de poluição, gestão ambientalmente sustentável de recursos naturais vivos e uso da terra, conservação da biodiversidade terrestre e aquática, transporte limpo, gestão sustentável das águas e águas residuais, adaptação às mudanças climáticas, produtos, tecnologias e processos de produção eco eficientes e/ou adaptados à economia circular, edifícios verdes.”

O ICMA define os títulos verdes como “qualquer tipo de instrumento de títulos de renda fixa cujos recursos serão aplicados exclusivamente para financiar ou refinanciar, no todo ou em parte, Projetos Verdes elegíveis novos e/ou existente e que estejam alinhados com os quatro componentes principais dos GBP”.

2.4.2 Títulos sociais (*‘social bonds’*):

O ICMA define os Títulos Sociais como:

“qualquer tipo de instrumento de dívida onde o valor arrecadado com a emissão será exclusivamente utilizado para financiar ou refinanciar em parte ou totalmente, um projeto novo ou já existente que se encaixe em projetos sociais elegíveis e que são alinhados aos 4 principais componentes do Princípios dos Títulos Sociais”.

Como os projetos sociais podem acarretar em melhorias ambientais, fica a cargo do emissor definir o escopo principal do projeto para definição de qual tipo de título será emitido,

assim como se os dois aspectos forem igualmente importantes e impactados no projeto, o emissor poderá decidir por emitir um Título Sustentável, que será apresentado mais à frente.

“Os Projetos Sociais devem diretamente atingir ou mitigar problemas sociais específicos e/ou buscar atingir retornos sociais positivos especialmente, mas não exclusivamente, para uma população alvo. Os projetos sociais incluem ativos, investimento outros gastos em suporte como pesquisa e desenvolvimento que esteja relacionado ao tema”. Algumas categorias são:

“infraestrutura básica como prover água limpa para beber, prover esgoto e saneamento; prover acesso a serviços essenciais como saúde, educação, serviços financeiros; acesso a moradia; geração de emprego e programas para prevenir o desemprego; Segurança alimentar e sistemas de alimentação sustentáveis; promover avanços socioeconômicos. Algumas categorias de populações atingidas incluem: pessoas vivendo abaixo da linha da pobreza, comunidades excluídas ou marginalizadas, pessoas com deficiência, pessoas não alfabetizadas, pessoas que não possuem acesso a serviços básicos, desempregados, mulheres e/ou minorias de gênero, idosos ou jovens vulneráveis, e outros grupos vulneráveis, incluindo aqueles grupos vítimas de desastres naturais”.

2.4.3 Títulos sustentáveis (*‘sustainable bonds’*):

O ICMA define os títulos sustentáveis (SBG) como: “qualquer tipo de título onde os recursos arrecadados são exclusivamente aplicados no financiamento ou refinanciamento de projetos que combinam projetos verdes e sociais. Assim, eles alinham os 4 principais componentes do GBP e do SBP.” Como já mencionado, os projetos verdes e projetos sociais podem possuir benefícios complementares e que abordem os 2 temas, assim fica a critério do emissor definir qual será o tipo de emissão de acordo com os projetos que serão financiados através da emissão.

2.4.4 Títulos climáticos (*‘climate bond standards’*):

É um dos projetos do Climate Bonds Initiative, mencionado anteriormente, e possui padrões/diretrizes para realizar a emissão de Título ou empréstimo verdes ou climático, e também possui uma certificação para as emissões relacionadas ao tema. A partir disso, eles buscam evitar os casos de *‘greenwashing’*, caso em que uma empresa vende algo que não é alinhado as políticas para as emissões de títulos verdes. Trazendo maior confiança e transparência a esse mercado.

Portanto, para conseguir a certificação, o emissor deve identificar os ativos em que utilizará os recursos e definir os processos de controle dos recursos e dos projetos, engajar um

verificador, que irá emitir uma Segunda Opinião sobre o título, e receber do verificador um relatório informando que a emissão segue os padrões do Climate Bonds Initiative, submeter esse relatório ao Climate Bonds Initiative e então receber uma decisão sobre a certificação pré-emissão, e em caso positivo, utilizar o certificado para a emissão. Em até 24 meses após a emissão, submeter ao processo de verificação pós-emissão, receber uma notificação e em caso positivo, preparar um relatório em cada ano e, enviar aos investidores e ao público em geral.

2.4.5 Títulos ligados a metas sustentáveis (*‘sustainable linked bonds’*):

O ICMA define os títulos ligados a metas sustentáveis (SLBP) como:

“qualquer tipo de emissão onde os índices financeiros e/ou qualquer outra característica pode variar de acordo com objetivos sustentáveis e relacionados ao tema ASG pré-definidos alcançados pelo emissor. Assim, os emissores se comprometem, explicitamente na documentação, a realizar melhorias em pontos sustentáveis em uma linha do tempo pré-definida. Sendo assim, são dívidas ligadas a performance da empresa. Esses objetivos são medidos através de KPI (*‘Key performance Indicators – Indicadores chave de performance’*) que são definidos através de Objetivos de Performance Sustentável (SPTs). Os SLBP podem ser emitidos em conjunto com os títulos verdes e títulos sociais.”

Os SPTs “são Metas de Desempenho de Sustentabilidade mensuráveis nos indicadores chave de desempenho, com as quais os emissores se comprometem com um cronograma predefinido”.

O SLBP possui 5 componentes principais: “Seleção dos KPIs, calibração dos SPTs, características da emissão, relatórios e verificação. Assim, o SLBP recomenda aos emissores reportar o racional para a seleção dos KPIs, a motivação para definir o SPT, as potenciais mudanças financeiras e/ou estruturais da emissão, e o eventos de avaliação para essa mudança, relatórios pós emissão e verificação independente, e uma representação geral do alinhamento do emissor com o SLBP.” Os principais pontos sobre esse tipo de emissão são definidos abaixo na tabela 3 – “Emissão de Título Ligado a Metas Sustentáveis”.

TABELA 3 – EMISSÃO DE TÍTULO LIGADO A METAS SUSTENTÁVEIS.

Etapa	Títulos ligados a metas sustentáveis
Seleção dos KPIs	Devem ser definidos indicadores críveis e atingíveis, alinhados ao cerne sustentável e a estratégia de negócios da empresa, levantando pontos relevantes relacionados aos desafios ASG da indústria/setor em que a empresa está inserida no presente e no futuro. Os indicadores devem ser mensuráveis e quantificáveis com uma metodologia consistente, e serem comparados com referências externas ou com alguma definição, para facilitar a avaliação da ambição dos SPTs. Após a definição dos KPIs deve demonstrar aos investidores o racional para as escolhas
Calibração do SPT	Calibrar um ou mais SPTs por KPI é um processo fundamental na estruturação do título, pois serve para mostrar a ambição do emissor e se é algo realístico. O SPT deve representar um avanço material no respectivo KPI, ser comparável, alinhado a estratégia ASG da empresa e ter um cronograma definido para serem atingidos.
Seleção dos KPIs	Devem ser definidos indicadores críveis e atingíveis, alinhados ao cerne sustentável e a estratégia de negócios da empresa, levantando pontos relevantes relacionados aos desafios ASG da indústria/setor em que a empresa está inserida no presente e no futuro. Os indicadores devem ser mensuráveis e quantificáveis com uma metodologia consistente, e serem comparados com referências externas ou com alguma definição, para facilitar a avaliação da ambição dos SPTs. Após a definição dos KPIs deve demonstrar aos investidores o racional para as escolhas
Calibração do SPT	Calibrar um ou mais SPTs por KPI é um processo fundamental na estruturação do título, pois serve para mostrar a ambição do emissor e se é algo realístico. O SPT deve representar um avanço material no respectivo KPI, ser comparável, alinhado a estratégia ASG da empresa e ter um cronograma definido para serem atingidos.
Características dos Títulos	As características financeiras e estruturais podem variar conforme os KPIs atinjam (ou não) os SPTs predefinidos. O mais comum é que ocorra mudança nos juros da emissão conforme o atingimento das metas. Além disso, deve-se prever nos documentos da emissão os procedimentos de cálculo dos KPIs em caso de fusões/aquisições ou mudanças regulatórias.
Relatórios	Os relatórios devem informar como estão os KPIs e linhas de base, verificação do SPT, e quaisquer informações que permitam os investidores monitorarem o nível de ambição dos SPTs. O relatório deve ser publicado anualmente ou quando necessário.
Verificação	Os emissores devem buscar uma verificação independente e externa de seu nível de desempenho em relação a cada SPT, para cada KPI, por um revisor externo qualificado e com experiência relevante. Para o relatório pré-emissão é recomendado uma segunda opinião sobre a definição dos 43 parâmetros e nos relatórios anuais uma avaliação externa do desenvolvimento dos KPIs.

Fonte: Produção do próprio autor (2021).

2.5 EMPRESAS AVALIADORAS DE EMISSÕES SUSTENTÁVEIS:

Como mencionado em tópicos anteriores, conforme definido no princípios para as emissões sustentáveis é necessária a avaliação conhecida como segunda opinião, que se trata de uma avaliação feita por uma empresa especializada para verificar se os pontos/projetos que serão englobados e inclusos pela emissão estão de acordo com os princípios sustentáveis, tornando aquela emissão de fato verde, sustentável ou com aspecto social. Com a avaliação feita pelas empresas especializadas, a emissão tona-se mais transparente e consequentemente traz maior conforto e segurança aos investidores. De acordo com Elena Olmedo et al (2019):

As “Agências de ‘rating’¹²’ ASG investigam negócios e acessam a performance sustentável corporativa ao utilizar métodos de pesquisa. Essa especialidade tornou as agências de ‘rating’ ASG em referências chave para companhias, mercados financeiros e acadêmicos em termos de avaliação de sustentabilidade corporativa. Consequentemente, o mercado de avaliação sustentável cresceu consideravelmente na última década – em conjunto com a sua influência – ao ponto de ser estudados não apenas pelos atores econômicos, mas também pelos atores sociais, que possuem impacto no comportamento de outros agentes sociais na sociedade”.

Assim, surgiram empresas especializadas em avaliar emissões como a Sitawi, a ‘Sustaynalitics’, entre outras, além das grandes auditoras mundiais que criaram braços internos para acessar esse mercado e trabalhar na avaliação das emissões, assim como as agências de rating que já faziam a avaliação dos países, empresas e emissões, ampliando as avaliações aos critérios ASG.

Seguindo na mesma linha da evolução das agências de rating, Emma Avetisyan e Kai Hockerts (2017), dizem o seguinte:

“nas últimas duas décadas, viu-se um crescente interesse em investimentos socialmente responsáveis por indivíduos e investidores institucionais. Essa tendência tem 2 principais consequências. Por um lado, as empresas se tornaram mais sofisticadas em suas comunicações em relação aos tópicos ASG. Por outro lado, nós vimos o surgimento e evolução das agências de rating especializadas”. Complementando, dizem que: “as agências de rating ASG sem dúvida influenciam o comportamento das empresas e dos investidores”.

Sendo assim, os pontos avaliados pelas agências, pontos importantes para o mercado, ou seja, é necessário que as agências estejam em constante pesquisa e estudo a fim de evoluir nas avaliações, melhorando a qualidade e dando maior visibilidade para os investidores sobre o posicionamento das empresas em relação aos temas sustentáveis.

¹² Rating: Avaliação de risco de um país, empresa ou emissão não honrar os seus compromissos.

De acordo com Elena Olmedo et al (2019)

“as agências de ‘rating’ ASG acessam a performance sustentável corporativa de um grande número de empresas. Algumas análises são baseadas exclusivamente em informações extra financeiras enquanto outras combinam informações financeiras e extra financeiras para acessar o valor a longo prazo da empresa e a sustentabilidade do negócio. Eles usam uma grande quantidade de informações relatadas pelas próprias companhias obtidas através de questionários que envolvem um processo árduo e a análise de informações públicas (relatórios, notícias, etc.) examinados por times interdisciplinares em diferentes áreas geográficas”.

Isso mostra que o trabalho realizado pelas empresas de avaliação vai além das informações mostradas nos relatórios divulgados pelas empresas, ou seja, através dos questionários as empresas avaliadoras conseguem ir mais a fundo sobre o trabalho da empresa em relação aos pontos ASG. Ainda de acordo com Elena Olmedo et al (2019), os pontos mais analisados pelas agências de rating em relação ao meio ambiente são os seguintes:

“política e gestão ambiental, uso de água e gestão, proteção a biodiversidade, mudanças climáticas, emissões e redução e gestão de lixo e resíduos. Em relação aos pilares sociais temos os seguintes pontos: gestão do trabalho, direitos humanos e condições de trabalho de qualidade, saúde e segurança. Alguns pontos que são considerados menos importantes são: comportamento de negócios, atração de talentos e ética de mercado. Já em relação as práticas de governança corporativa citam-se as funções de governança corporativa e comitês, estrutura do conselho, políticas de remuneração e compensação, prevenção de corrupção e suborno”.

As empresas de avaliação ASG possuem 2 tipos de trabalho, avaliação de emissões e avaliação ‘rating’ ASG das empresas. A área de avaliação de emissões está relacionada aos tipos de emissão apresentados anteriormente, avaliando se os projetos contemplados ou se as metas sustentáveis estão alinhadas as políticas ASG das empresas e em relação aos princípios definidos pelo ICMA e pelo Climate Bonds para as emissões sustentáveis, validando se a emissão está de acordo com as metas sustentáveis, e, conseqüentemente, a revisão das emissões anualmente, esse serviço é conhecido como Segunda Opinião. A *Sustaynalitics*, empresa de avaliação ASG, considera que os principais benefícios da avaliação das emissões são o “aumento da conscientização sobre questões ambientais ou sociais; realizar uma emissão de acordo com o crescimento da demanda dos investidores e credores; ganhar a confiança dos investidores e credores; diversificar a base de investidores e credores; ir de encontro com a expectativas do mercado; uso dos recursos, principais indicadores de performance e objetivos de performance sustentável”. Já a área de avaliação das empresas produz relatórios avaliando os principais pontos relacionados a ASG da empresa, assim como as agências de rating fazem a avaliação financeira das empresas, a *Sustaynalitics* diz que com o relatório de ‘rating’ ASG

“as empresas identificam e compreendem as questões ASG financeiramente relevantes que podem afetar a performance da empresa no longo prazo. Logo, a empresa é medida de acordo com os potenciais impactos substanciais no valor econômico da empresa, como governança corporativa, questões ASG”.

Os relatórios de ‘*rating*’ ASG da Sustaynalitics apresentam alguns pontos: “‘*rating*’ ASG da companhia, risco da companhia comparando com outras empresas da mesma indústria e comparáveis globais, análise da empresa de pontos qualitativos e quantitativos, descrevendo as razões do porque a companhia está exposta a riscos materiais relacionados a ASG e explica como a empresa pode gerir esses riscos, identificação dos riscos materiais ASG, eventos da empresa que podem impactar as operações, partes interessadas ou o meio ambiente, e o quanto a companhia está exposta ao riscos ASG e como a companhia está gerindo esses riscos, como ele é medido e explicado”. Assim, o relatório de ‘*rating*’ ASG é importante para trazer maior transparência aos relatórios divulgados pelas companhias e que traz confiança aos investidores e ‘*stakeholders*’, de que a métricas e projetos da empresa estão alinhados aos princípios ASG e que a empresa não está realizando ‘*Greenwashing*’.

Em relatório feito pela Sustainability em 2020, avaliando as empresas avaliadoras de ‘*rating*’ ASG junto a investidores¹³, encontrou-se alguns resultados interessantes sobre as agências avaliadoras, como que “os gestores de ativos normalmente utilizam mais de um relatório de ‘*rating*’ ASG, pois as agências podem ter diferentes visões sobre um tópico ou outro, ou que um relatório possui mais dados sobre um setor e região do que a outro”. O relatório também definiu junto aos gestores o que faz um relatório de ‘*rating*’ ser bom, alguns pontos mencionados são: “cobertura, metodologia, materialidade, qualidade dos dados e times de pesquisa experientes”. Outro ponto interessante mostrado pela pesquisa é de que os gestores normalmente utilizam os relatórios apenas como uma forma de iniciar as pesquisas, analisar competidores, ou seja, ter um guia para a realização da sua própria análise e pesquisa para definição da tese de investimento, assim como utilizam os dados mostrados no relatório e não as notas dadas pela agência avaliadora.

Portanto, assim como mencionado nos princípios para emissões sustentáveis, as avaliações de segunda opinião e avaliações das empresas servem como uma forma de trazer maior transparência aos processos, auxílio na avaliação das empresas e emissões, e dar maior

¹³ Pesquisa Sustaynalitics:

<https://www.sustainability.com/globalassets/sustainability.com/thinking/pdfs/sustainability-ratetheraters2020-report.pdf>

segurança e conforto aos investidores de que a empresa realmente está alinhada as práticas ASG.

3 MÉTODO DE PESQUISA:

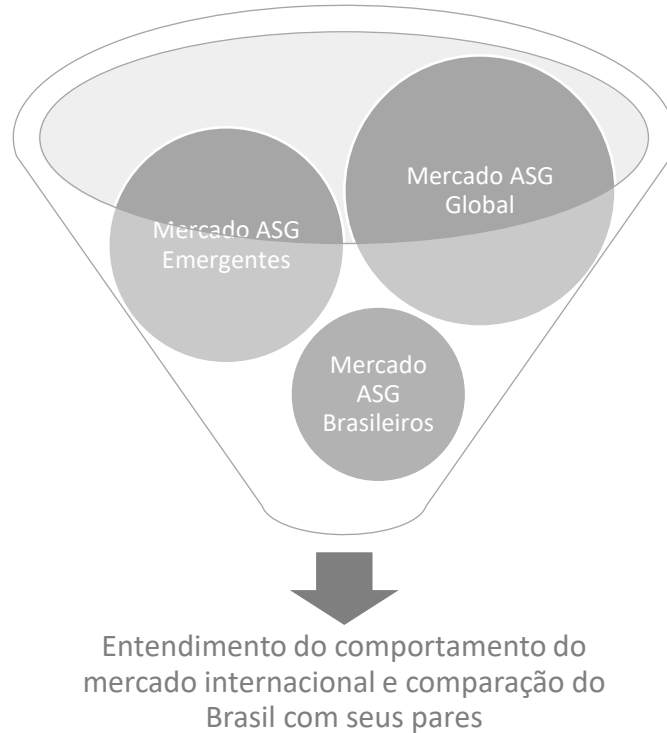
Esse trabalho consiste no entendimento do comportamento do mercado de títulos ASG no Brasil e entender como pode continuar a se desenvolver nos próximos anos, assim busca-se avaliar o comportamento do mercado e seu desenvolvimento no país, comparando-o com o mercado mundial e com seus principais pares. Para isso foi realizada uma revisão bibliográfica através do Scopus, buscando artigos que tratam sobre os títulos de dívida temáticos relacionados as práticas ASG.

Com o objetivo definido: analisar o mercado de dívidas ASG no Brasil, foi realizada a busca por bases de dados que pudessem auxiliar no desenvolvimento do trabalho. Para poder entender esse mercado no Brasil, e poder realizar uma comparação com o mercado mundial, foi necessário realizar uma busca por dados globais. Com isso foram encontradas e utilizadas 3 bases de dados:

- Dados mundiais foram obtidos no site do Climate Bonds Initiative: Essa base de dados é uma base pública e mais generalista, que apresenta o número e o volume das emissões, e faz algumas divisões por continente, tipo de título e índice de desenvolvimento dos países. Com essa base foi possível fazer uma análise preliminar do mercado mundial de títulos ASG e verificar qual foi o comportamento nos últimos anos, assim como os principais países emissores, e tipo de títulos mais utilizado.
- Dados de países emergentes foram obtidos no site do BondsRadar: essa base de dados é uma base mais completa, pois nela encontram-se todos os ‘*bonds*’ emitidos por empresas e governos de países emergentes, tanto títulos ASG como títulos convencionais. Nesta base tem-se todos os dados de cada emissão, ou seja, emissor, volume, país, taxa de juros, qual tipo de emissão, estruturadores, entre outros. Assim, com ela já é possível ter uma análise mais refinada sobre o mercado em países semelhantes ao Brasil.
- Dados da Sitawi sobre as emissões de empresas brasileiras: Essa base de dados apresenta todas as emissões realizadas por empresas brasileiras tanto no mercado interno, como no mercado externo e o tipo de instrumento utilizado na emissão. Com isso é possível comparar o comportamento dos títulos brasileiros convencionais com os ASG.

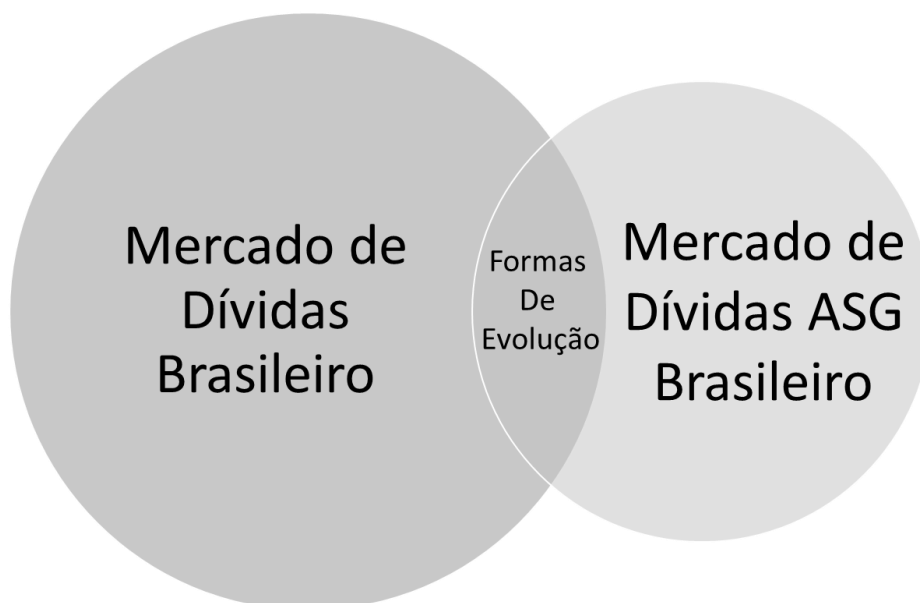
Com essas 3 bases de dados é possível situar o Brasil em relação ao mercado mundial, verificando o quão desenvolvido esse mercado está no Brasil em relação aos pares e como pode continuar se desenvolvendo, processo será realizado conforme a Figura 9 – “Processo de Análise”.

FIGURA 9 – PROCESSO DE ANÁLISE 1.



Fonte: Produzido pelo próprio autor.

Para auxiliar na busca de como o mercado pode-se desenvolver no país, foi utilizada outra base de dados para avaliar o mercado de dívidas geral no Brasil, entendendo os principais instrumentos utilizados e quais apresentam maior potencial para os títulos ASG, sendo demonstrado por meio do diagrama de Venn apresentado na Figura 10 – “Processo de Análise”.

FIGURA 10 – PROCESSO DE ANÁLISE 2.

Fonte: Produzido pelo próprio autor.

Todas as análises dos dados foram feitas através do programa Microsoft Excel, por ser um software de uso simples, onde pode ser realizadas as análises estatísticas com fácil manuseio das bases de dados e simples geração de gráficos e tabelas para exemplificar as informações obtidas através das bases de dados.

4 APLICAÇÕES DO MÉTODO DE PESQUISA:

4.1 EMISSÕES ASG:

4.1.1 Mercado internacional:

Conforme mencionado anteriormente, as discussões ao redor do tema sustentabilidade se iniciaram nas décadas de 1970 e 1980, seguida de mecanismos de mercado como o SRI. Do ponto de vista acadêmico, ainda nesse período, preponderava o entendimento de que as empresas deveriam focar seus esforços em gerar lucro e não em ser sustentáveis. Milton Friedman, um dos mais vocais defensores dessa posição, em seu artigo “The Social Responsibility of Business is to Increase its profit”¹⁴ (1970) menciona que “existe apenas uma única responsabilidade social para os negócios – utilizar os seus recursos e engajá-lo em atividades designadas para aumentar os seus lucros até onde esteja dentro das regras do jogo, o que significa, engajar em uma competição livre e aberta sem enganar ou fraudar”. Com isso é evidente a posição de Friedman no sentido de que seria um desvio de função uma empresa preocupar-se com o bem estar das comunidades em que se inserem. Entendia que as empresas deveriam focar nos lucros e não em atividades sociais, e que as atividades sociais seriam realizadas pelos governos ou pelos indivíduos em suas vidas privadas, fora do trabalho.

A partir e após a década de 1990, a visão sobre as questões sustentáveis começaram a mudar no meio empresarial, estão se desenvolvendo e sendo cada vez mais discutidas na sociedade, com o desenvolvimento das regulações e padrões sustentáveis como GRI, SASB, PRI, princípios para emissões sustentáveis do ICMA, entre outros, como as reuniões entre países (Rio, 92, Rio+20, Acordo de Paris, COP26, entre outras), que discutem formas de tornar as economias mais sustentáveis.

“A transição para um sistema com economia sustentável requererá que recursos econômicos fluam para setores produtivos com baixa emissão de carbono. Entretanto, a transição para uma economia verde é inteiramente sistêmico e terá que envolver toda a economia, existindo 3 setores fundamentais: 1. Produção de energia através de fontes limpas e renováveis (por exemplo, painéis solares e turbinas de vento); 2.

¹⁴ A responsabilidade social das empresas é gerar lucro, numa tradução livre do autor. Milton Friedman, falecido em 2006, foi economista e estatístico, laureado com o Prêmio Nobel de Economia em 1976 por sua pesquisa sobre consumo, história monetária e teoria sobre a complexidade da estabilização de políticas. Junto de outros intelectuais liderou a chamada Escola de Chicago, tratando-se de um conjunto de pensamentos neoclássicos sobre economia que, de modo geral, contradizem o Keynesianismo em favor do monetarismo (até meados da década de 1970, quando mudou seu pensamento para o conceito de expectativas racionais). Ao se aposentar, em 1983 tornou-se um dos principais conselheiros econômicos do Presidente Ronald Reagan e da Primeira Ministra Margaret Thatcher.

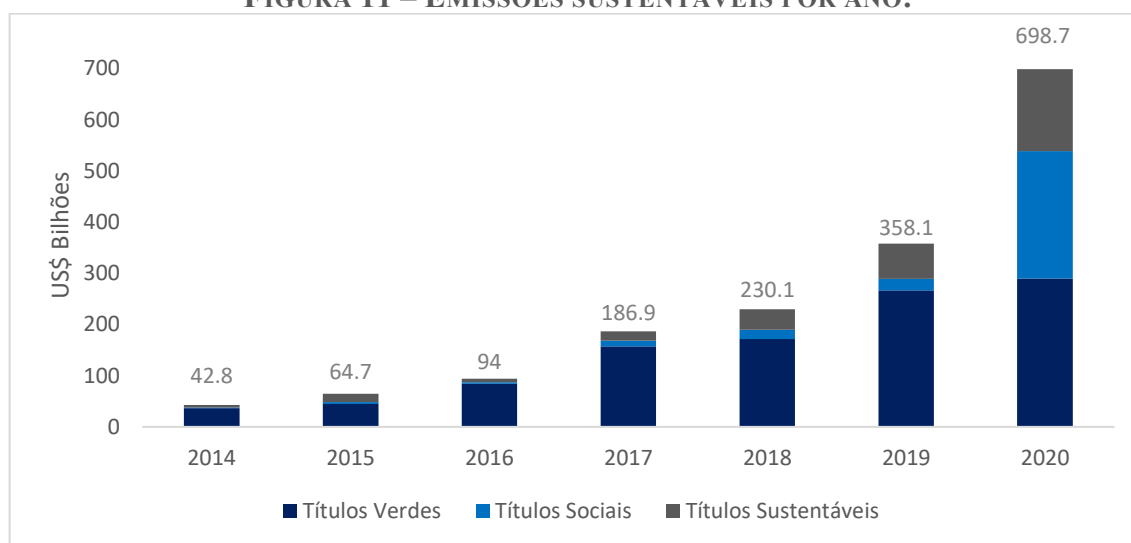
Melhoria da eficiência energética (especialmente em construções e no transporte); 3. Conservação e uso inteligentes do capital natural (agricultura sustentável, pescaria, água, lixo e outros setores). A expansão para investimentos com baixa emissão de carbono terá que tomar lugar juntamente a um declínio nos investimentos em setores poluentes e intensivos de energia”. (CAMPIGLIO, 2016)

Portanto, o desenvolvimento do mercado passa pela união entre governos e empresas, em contraste com o observado por Friedman (1970). Soma-se a isso ativa participação da sociedade e de grupos de interesse fora do meio empresarial e político, pavimentando o caminho sobre os temas ASG.

De acordo com Gianfrate & Peri (2019) “desde que o Banco de Investimentos Europeu (EIB) emitiu o primeiro título verde em 2007, o mercado se manteve em crescimento e se sofisticando. As emissões de títulos verdes estimada para 2018 é de USD 250 bilhões de acordo com projeções feitas pela Moody’s e pela Climate Bonds Initiative, e espera-se que alcance USD 1 trilhão em 2021”. O título emitido em 2007 pelo EIB foi o primeiro e em 2008, o Banco Mundial realizou sua primeira emissão sustentável. Ambas as emissões foram realizadas a fim de atender a demanda de fundos de pensão por investimentos com foco socioambiental, mostrando uma demanda de investidores por alternativas com responsabilidades ASG, considerando que os modelos tradicionais ainda passam pela ideia de lastrear investimentos em títulos públicos, o que não necessariamente atende a demandas sustentáveis.

Desde então, o mercado vem crescendo e se desenvolvendo, sendo acessado por bancos, empresas, governos, entre outros, dado o apelo dos títulos e o crescente interesse dos gestores de patrimônio, que buscam investimentos sustentáveis, seja por vontade própria, seja por regulação ou pressões da sociedade. A Figura 11 – “Emissões sustentáveis por ano”, apresenta o crescimento exponencial que os títulos ASG tiveram desde 2014 (um CAGR¹⁵ de 49%), ano do lançamento dos princípios para emissões de títulos verdes do ICMA.

¹⁵ CAGR: Taxa de Crescimento Anual Composta: é a taxa de retorno necessária para um investimento crescer de seu saldo inicial para o seu saldo final.

FIGURA 11 – EMISSÕES SUSTENTÁVEIS POR ANO.

Fonte: Climate Títulos Initiative (2021).

Sendo pioneiros neste mercado, os títulos verdes representam quase a totalidade de emissões sustentáveis até o ano de 2019. Apenas em 2018 os títulos sustentáveis e sociais começaram a se desenvolver e em 2020 alcançaram níveis semelhantes aos dos títulos verdes, mostrando também um crescimento exponencial. A Tabela 4 – “Valor emitido por ano” mostra os valores das emissões anuais. Entretanto, é necessário entender qual será o comportamento dos títulos sociais e sustentáveis ao longo do tempo, dado que os valores de 2020 são expressivamente maiores do que nos anos anteriores, principalmente, quando se olha para os títulos sociais cujas emissões passaram de USD22 bilhões para USD249 bilhões, crescimento de 11.3 vezes de um ano para o outro. Enquanto os títulos sustentáveis tiveram um crescimento de 2.3 vezes.

Clarence Tolliver et al (2020), também enxergou esse rápido desenvolvimento do mercado de títulos sustentáveis, e ele encontrou os seguintes motivos para esse rápido desenvolvimento:

“Parte da rápida expansão desse mercado foi devido a habilidade dos Títulos Verdes de trazer vantagens de um cronograma de pagamento flexível, técnicas de melhoria de crédito, alinhamento com cronograma de projetos de longo prazo, opções de alavancagem, e outros benefícios de redução de custo de títulos de dívida para o mercado de investimentos ambientalmente corretos. Para os emissores municipais, os títulos verdes são úteis como suplementos para a escassez de orçamento em esquemas de financiamento de infraestrutura de capital intensivo. Emissores corporativos adicionalmente se beneficiam da tendência de títulos corporativos verdes para melhorar as pegadas ambientais no nível da empresa e a performance financeira. Emissores em geral também se beneficiam de pagarem taxas de juros que no final possuem custo menor do que de se emitir uma certificação junto ao ‘*Climate Bonds Initiative*’. Na perspectiva dos investidores, os privilégios em imposto, garantias e outros benefícios comumente anexos aos Títulos Verdes apelam aos interesses de

longo prazo daquele que buscam proteção contra inflação, inadimplência e volatilidade do mercado.”

Clarence Tolliver et al (2020), ainda continua com a seguinte visão:

“Mesmo com o marcante crescimento no volume de emissões na última década, o mercado de títulos verdes ainda permanece nascente e substancialmente menor que o mercado convencional de títulos. Mas ainda existe uma lacuna na literatura experimental sobre os fatores que afetam o crescimento do mercado de títulos verdes. Uma vez que são fundamentalmente outra forma de emissão de dívida, as emissões de títulos verdes são normalmente dirigidas por muitos dos mesmos fatores que dirigem as emissões convencionais. Mas, por outro lado, o fato de os títulos serem reservados como ativos amigáveis ao meio ambiente, sugere que as emissões de títulos verdes são determinadas em parte por iniciativas de investimento no clima e na sustentabilidade definidas no Acordo de Paris.”

TABELA 4 – VALOR EMITIDO POR ANO.

Tipo de Título (USD Bilhões)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Títulos Verdes	36,8	44,7	83,9	157,1	171,6	266,9	290,1
Títulos Sociais	1,1	3,5	3,3	11,4	18,4	22,2	248,7
Títulos Sustentáveis	4,9	16,5	6,8	18,4	40,1	69	159,9
Total	42,8	64,7	94	186,9	230,1	358,1	698,7

Fonte: Climate Títulos Initiative (2021).

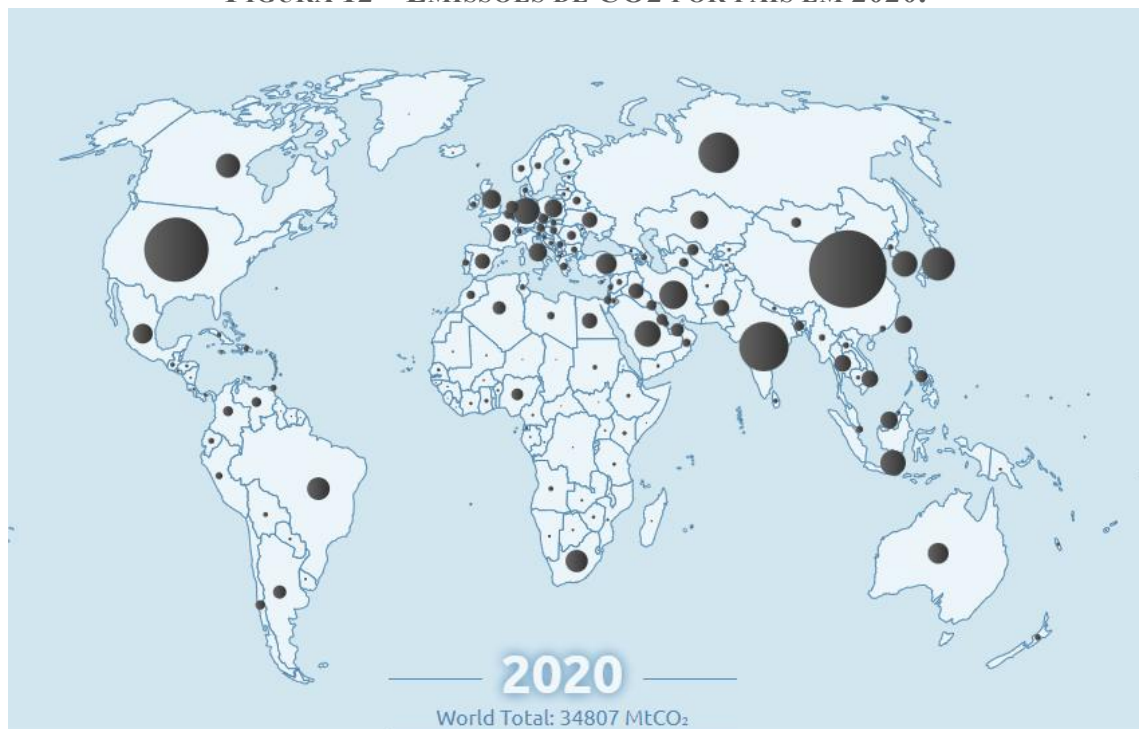
O mercado de títulos ASG ainda está muito concentrado nos países mais desenvolvidos (Europa, América do Norte e Ásia), com a maioria das emissões sendo feitas por governos e empresas que se encontram nesses países. Isso ocorre porque os países desenvolvidos foram os pioneiros nesse tipo de emissão, possuem mercados financeiros mais desenvolvidos e estruturados, e são os maiores emissores de gases danosos ao meio ambiente, conforme a Figura 12 – “Emissões de CO₂ por país em 2020”. Entretanto, os países emergentes estão entrando nesse mercado, e hoje já representam 20% do mercado de títulos ASG, tendo maior representação nos títulos sociais e sustentáveis, conforme pode ser visto na Figura 13 – “Emissão de títulos ASG por tipo de país”. Clarence Tolliver (2020) validou as seguintes hipóteses:

“(1) Os fatores macroeconômicos por trás do crescimento do mercado de capitais convencional que sustentam o tamanho da economia, a capitalização do mercado de ações e a abertura comercial também impulsionam o crescimento do mercado de títulos verdes; (2) Os pontos institucionais por trás do crescimento dos títulos convencionais que fundamentam a abertura da conta de capital, o estado de direito e a qualidade regulatório também impulsionam o crescimento do mercado de títulos verdes, mas indiretamente; (3) a adesão a OCDE tem um impacto insignificante no crescimento do mercado de títulos verdes; (4) NDCs têm os maiores impactos diretos de qualquer variável exógena no crescimento do mercado de títulos verdes; e (5)

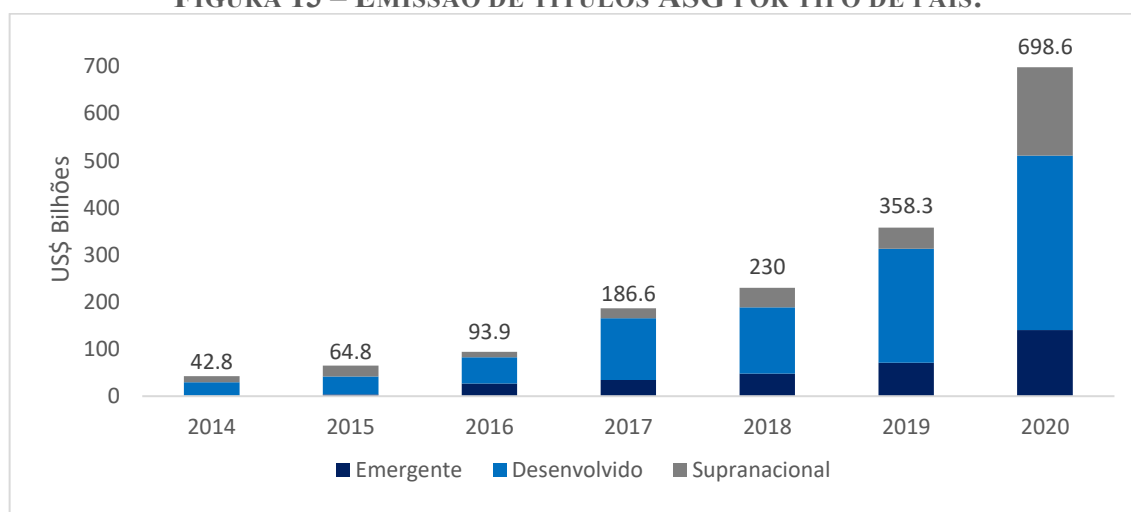
fatores institucionais exercem influência considerável sobre fatores macroeconômicos, o que afeta indiretamente os volumes de emissão de títulos verdes”.

Ponto que vai ao encontro do quanto se apresenta na Figura 13 – “Emissão de títulos ASG por tipo de país”, que divide os títulos ASG de acordo com as condições econômicas de cada país, sendo os países desenvolvidos aqueles que possuem mercados financeiros, regulações, instituições mais desenvolvidas e que mais necessitam de políticas sustentáveis, por serem os maiores consumidores de recursos naturais. Fazendo com que os títulos sustentáveis tenham melhores condições para que o mercado seja desenvolvido e mais títulos sejam emitidos.

FIGURA 12 – EMISSÕES DE CO₂ POR PAÍS EM 2020.

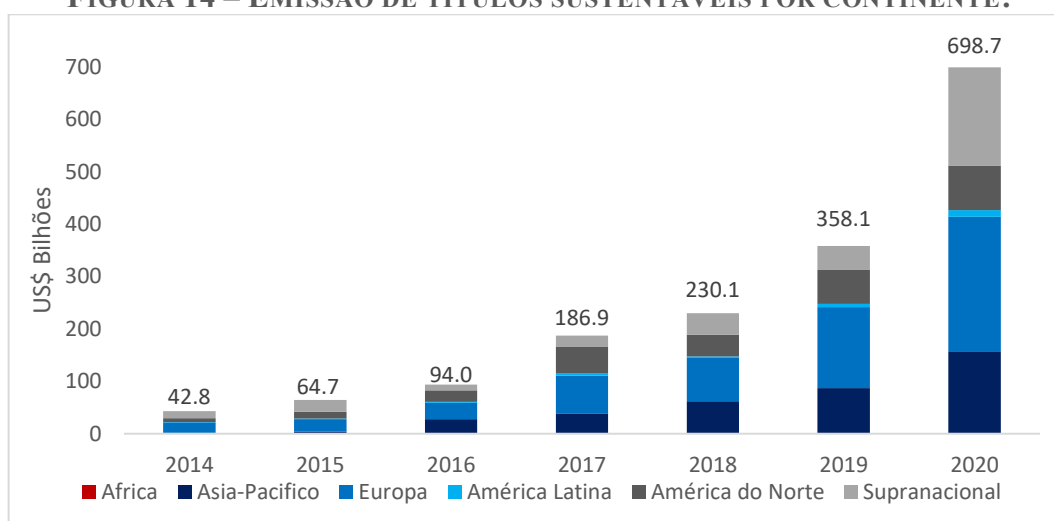


Fonte: Global Carbon Atlas (2020).

FIGURA 13 – EMISSÃO DE TÍTULOS ASG POR TIPO DE PAÍS.

Fonte: Climate Bonds Initiative (2021).

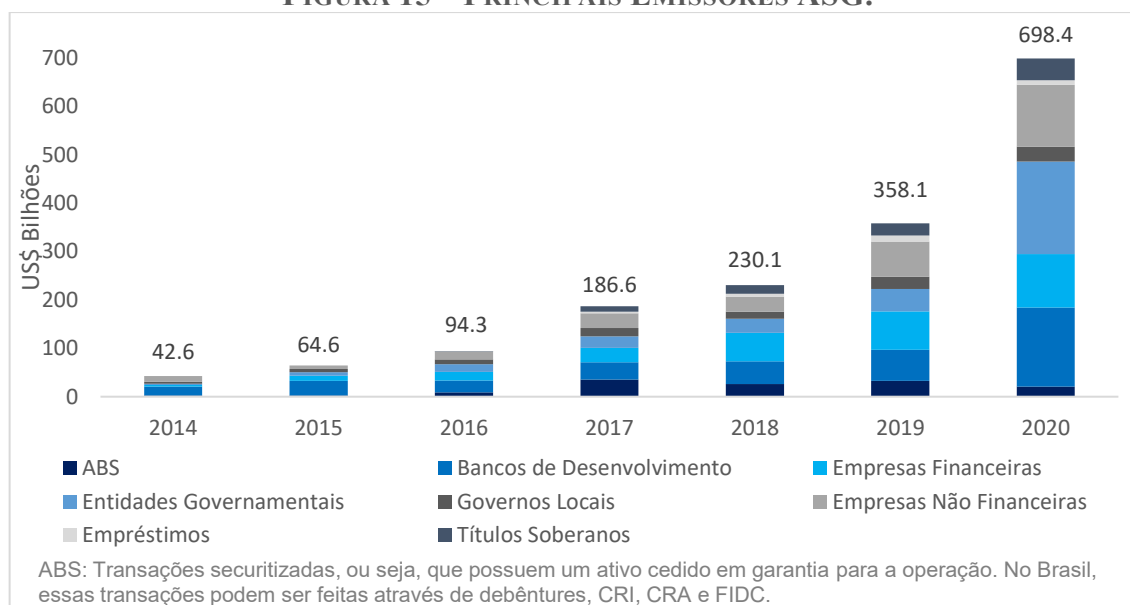
O ponto levantado acima, vai de encontro com os principais continentes em que os títulos são emitidos. Os continentes da Europa, América do Norte e Ásia-Pacífico representam 71% dos títulos ASG emitidos no mundo (Figura 14 – “Emissão de títulos sustentáveis por continente”), por serem os países com as maiores empresas e com os mercados mais desenvolvidos, e, conseqüentemente, por possuírem as legislações ao redor do tema mais avançadas. Conforme mencionado anteriormente, a CVM utilizou das legislações, americana e europeia, para a criação e consulta ao mercado da instrução CVM 480/2019, que trata sobre os valores mobiliários que podem ser negociados nos mercados regulamentados.

FIGURA 14 – EMISSÃO DE TÍTULOS SUSTENTÁVEIS POR CONTINENTE.

Fonte: Climate Bonds Initiative (2021).

Os emissores são bem divididos entre empresas, governos, bancos de desenvolvimento, entre outros. Mas esse mercado ainda tem sido mais explorado pelos bancos de desenvolvimento, empresas financeiras e entidades governamentais, ou seja, mesmo que as empresas não financeiras tenham aumentado sua participação no mercado no ano de 2020, conforme a Figura 15 – “Principais Emissores ASG”, ainda existe grande espaço para crescimento, mas assim como houve um grande crescimento na emissão de títulos sociais em 2020, é necessário acompanhar o desenvolvimento das emissões por empresas não financeiras para entender se elas realmente estão interessadas nesse tipo de dívida, ou se foi algo esporádico dado o ano atípico que foi 2020. No ano de 2020, as empresas foram responsáveis por 30% do valor das emissões ASG.

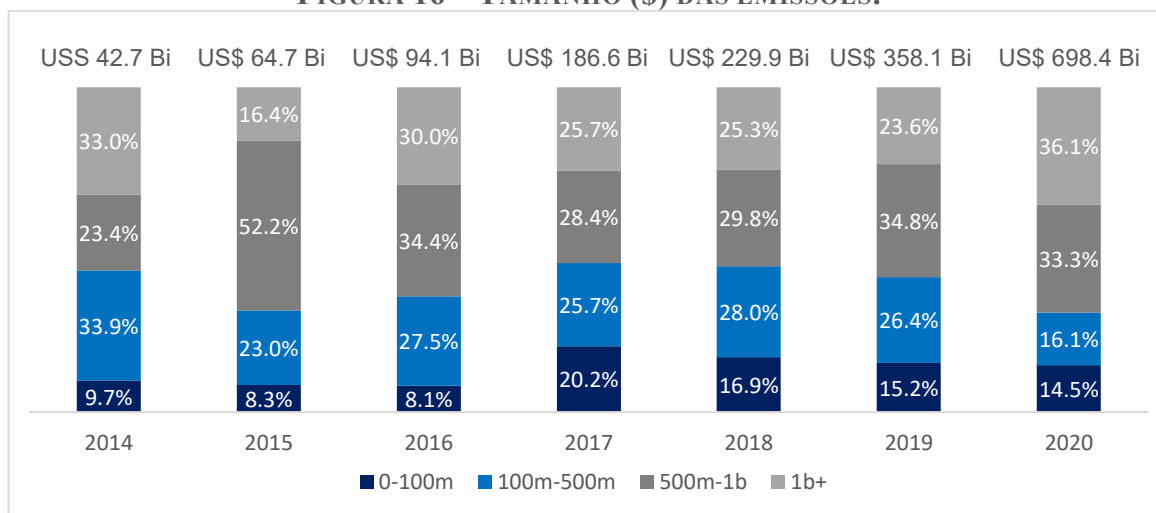
FIGURA 15 – PRINCIPAIS EMISSORES ASG.



Fonte: Climate Bonds Initiative (2021).

Com o aumento de mercado de emissões ASG, o tamanho das emissões também aumentou (Figura 16 – “Tamanho (\$) das emissões”). Isso, reflete em 2 pontos, empresas maiores têm utilizado esse mercado para financiar seus projetos, e o investidores estão com maior apetite para investir nos títulos, possuindo confiança no instrumento e regulamentações. Em 2014, 56,4% das emissões correspondiam a um valor maior do que 500 milhões de dólares, já em 2020 esse número foi de 69,4%. Mostrando que o mercado tem se desenvolvido e acessado por grandes *‘players’*¹⁶.

¹⁶ Players: participantes do mercado

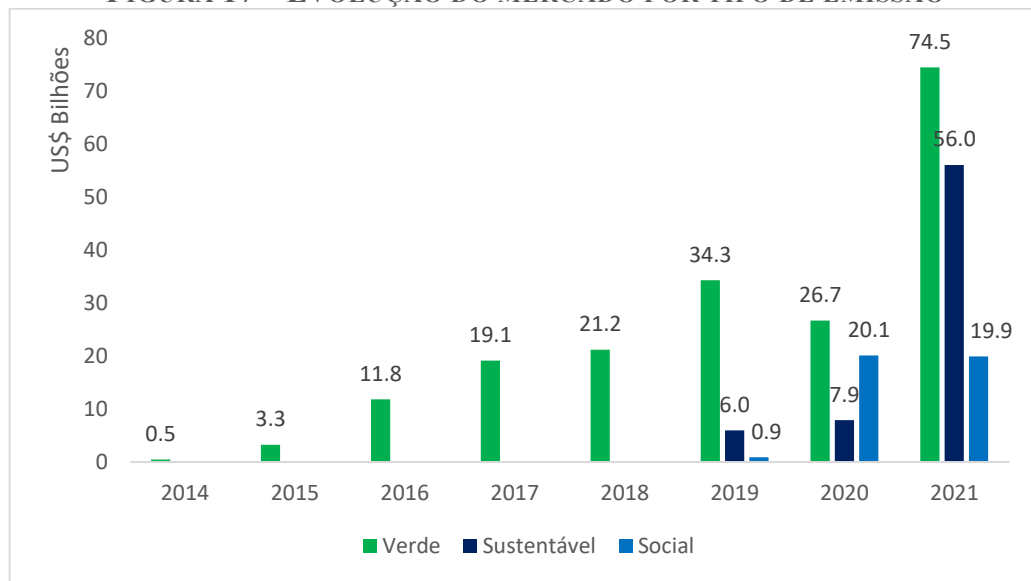
FIGURA 16 – TAMANHO (\$) DAS EMISSÕES.

Fonte: Climate Bonds Initiative (2021).

4.1.2 Países emergentes:

O mercado de ‘*bonds*’ títulos de empresa e governos de países emergentes é um mercado representativo no cenário mundial. Entre janeiro e novembro de 2021, segundo a BondRadar, foram emitidos USD737 bilhões em títulos em todo o mundo. Desse mercado, USD150 bilhões (~20% do total de ‘*bonds*’) foram títulos relacionados a ASG. Dentre os tipos de emissões, os títulos verdes foram os mais utilizados (USD74,5 bilhões), seguido pelos sustentáveis (USD56 bilhões de dólares) e sociais (USD19,9 bilhões), em linha com o mercado mundial em que os títulos verdes são os mais utilizados e com crescimento dos sustentáveis e sociais nos últimos anos, conforme retratado na Figura 17 – “Evolução do mercado por tipo de emissão”. Seguindo a tendência global já identificada, os títulos sociais e sustentáveis começaram a ser utilizados mais recentemente, a partir de 2017, sendo que nos mercados emergentes ganharam aderência de mercado a partir de 2019, mas com um crescimento exponencial. Quando somados já atingem o mesmo volume dos títulos verdes.

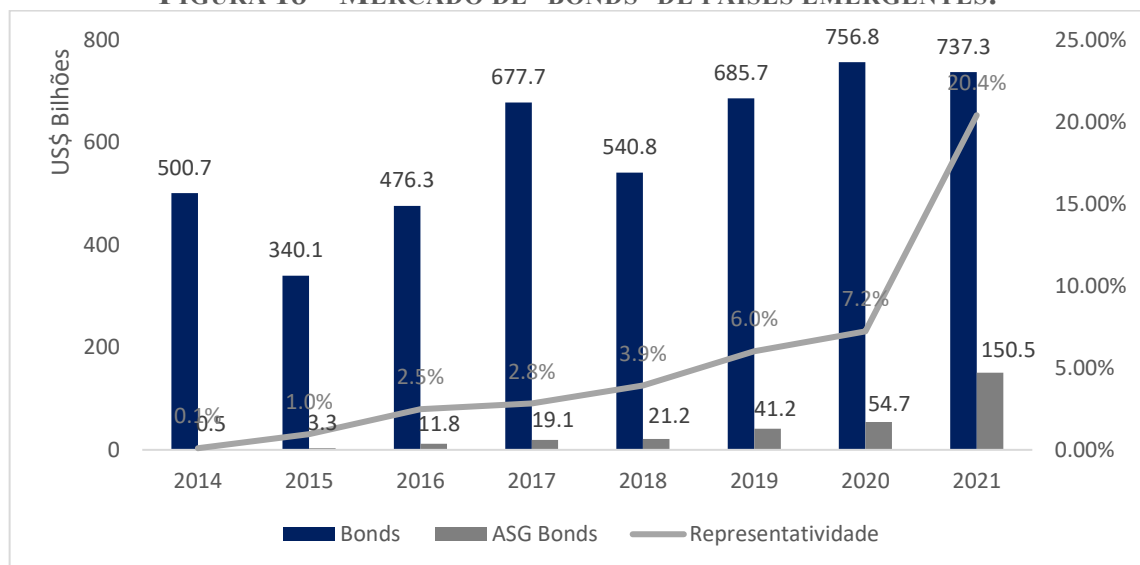
FIGURA 17 – EVOLUÇÃO DO MERCADO POR TIPO DE EMISSÃO



Fonte: BondRadar (2021).

A Figura 18 – “Mercado de ‘bonds’ de países emergentes”, mostra que os títulos ASG ganharam relevância no mercado de emergentes apenas em 2021. Nos anos anteriores representavam menos de 10% do total de emissões. Ou seja, esses países começaram a utilizar este instrumento mais recentemente, porém, com crescimento de 20,4% em 1 ano e com um volume financeiro três vezes maior, dado que os dados são até novembro de 2021.

FIGURA 18 – MERCADO DE ‘BONDS’ DE PAÍSES EMERGENTES.



Fonte: BondRadar (2021).

Os 10 países emergentes com o maior número de emissões de ‘*bonds*’ são retratados na Tabela 5 – “Top 10 emergentes emissores de ‘*bonds*’”, sendo a China o país com o maior volume em emissões no período. O Brasil aparece na quarta colocação, mas em 2021 o país fica em quinto com ~USD29 bilhões em emissões ‘*bonds*’. O Brasil pode ser comparado com alguns países emergentes que possuem mercados financeiros com estrutura e tamanho semelhantes (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul, Chile e México).

TABELA 5 – TOP 10 EMERGENTES EMISSORES DE ‘BONDS’.

Bonds	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
China	132.858	103.608	112.538	209.495	177.068	227.468	206.900	174.441
Coréia	24.385	18.386	23.939	28.497	30.674	26.602	30.752	41.818
Hong Kong	19.971	7.877	15.739	22.428	7.101	29.488	26.370	34.248
Singapura	16.831	13.877	15.520	21.482	24.720	28.269	20.716	30.859
Brasil	42.723	7.066	20.070	32.766	15.405	28.852	27.872	28.858
México	36.269	27.126	38.980	28.628	20.596	29.677	38.708	27.412
Indonésia	11.788	14.698	11.743	29.847	20.817	14.342	23.271	22.487
Arábia Saudita	2.895	500	17.543	23.203	18.197	29.643	26.879	20.401
Rússia	10.015	3.729	15.223	26.250	11.743	19.979	18.953	19.363
Índia	17.958	7.788	8.815	15.946	8.063	22.503	13.376	18.639

Fonte: BondRadar (2021).

Se no mercado geral (internacional) de emissões de o Brasil ocupa a 4ª posição geral, conforme mostrado na Tabela 6 – “Top 10 países emergentes em volume de ‘*green bonds*’ emitidos”, no mercado de títulos verdes o Brasil é apenas o 7º colocado para o período entre 2014 e 2021. Em 2021, o Brasil não está entre os 10 países emergente com maior volume de emissões de títulos verdes, mostrando que o país ainda pode explorar mais esse mercado.

TABELA 6 – TOP 10 PAÍSES EMERGENTES EM VOLUME DE ‘GREEN BONDS’ EMITIDOS.

Green Bonds	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
China	1.294	4.419	7.248	9.284	15.639	6.024	22.408
Coréia		898	600	1.595	2.970	1.961	13.093
Hong Kong		1.093		497	997	1.928	9.603
República Tcheca					818	2.471	5.358
Índia	847	1.296	2.166	646	1.688	325	4.417
Chile			498		2.274	3.462	3.792
Polônia		792		1.237	2.326		1.794
Indonésia				3.580	750	1.075	1.489
Brasil	545	495	2.904	509	766	1.374	638
México	499	1.976	3.975			702	

Fonte: BondRadar (2021).

Já em relação aos títulos sustentáveis, que são títulos mais recentes entre os emergentes, com o primeiro ‘*bond*’ sendo emitido apenas em 2019, no Brasil e na Coreia. Nesse mercado o Brasil é o líder no período entre 2019 e 2021, com USD11 bilhões. Com grande expansão em 2021, o mercado comportou-se como apresentado na Tabela 7 – “10 maiores emergentes emissores de títulos sustentáveis”. Nesse ano o Brasil continua como o maior emissor, mesmo com forte desvalorização da moeda, o que afeta a expressão do total de emissões para fins de comparação internacional.

TABELA 7 – 10 MAIORES EMERGENTES EMISSORES DE TÍTULOS SUSTENTÁVEIS.

Sustainable Bonds	2019	2020	2021
Brasil	500	1.264	9.468
China		498	7.562
México		877	7.438
Israel			5.010
Coréia	3.783	2.202	3.987
Peru			3.572
Singapura			3.053
Turquia		745	2.312
Chile			1.996
Indonésia	498		1.380

Fonte: BondRadar (2021).

O mercado de ‘*social bonds*’ ainda é um mercado pequeno e pouco desenvolvido entre os países emergentes, e que não acompanhou a grande expansão que o mercado mundial (países desenvolvidos) teve no ano de 2020, mas ainda sim continua em crescimento conforme retratado na tabela 8 – “10 maiores emergentes emissores de títulos sociais”. O Chile é o principal emissor, com 67% do mercado em 2021, em títulos emitidos pelo país, e o Brasil não está entre os 10 maiores emissores, isso mostra que o mercado ainda é pouco explorado pelas empresas brasileiras e de países emergentes.

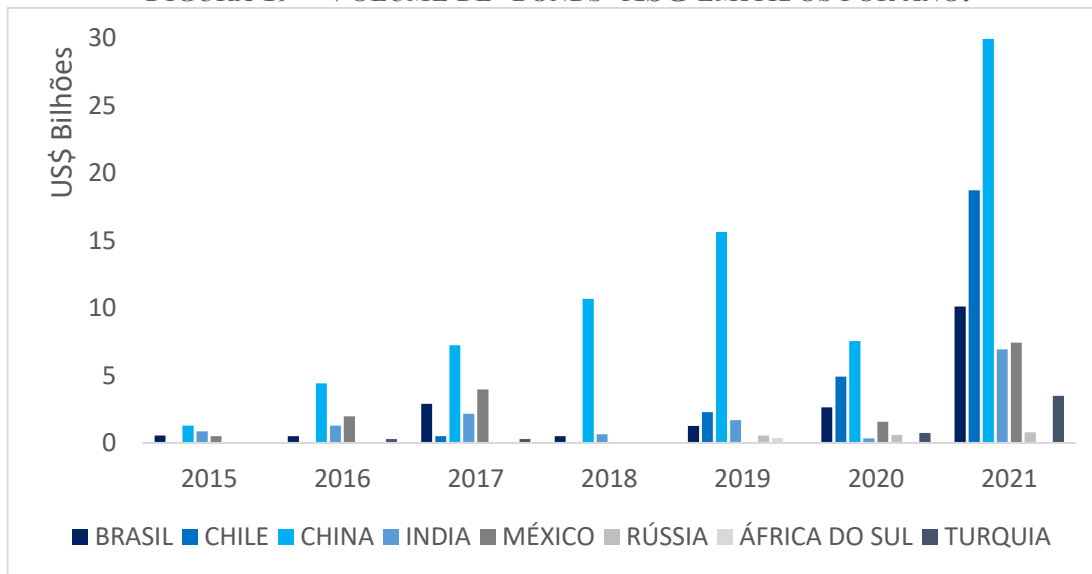
TABELA 8 – 10 MAIORES EMERGENTES EMISSORES DE TÍTULOS SOCIAIS.

Social Bonds	2019	2020	2021
Chile		1.457	12.933
Coréia	566	5.740	3.545
Peru		3.962	1.130
Índia			726
Polônia			586
Rússia		325	300
China		1.030	
Paraguai		1.000	
Sérvia		2.128	
Uruguai		1.644	

Fonte: BondRadar (2021).

A Figura 19 – “Volume de ‘*Bonds*’ ASG emitidos por ano”, compara os países emergentes comparáveis ao Brasil. No período entre 2014 e 2021, o Brasil é o terceiro país com o maior volume e quantidade de ‘*bonds*’ emitidos no mercado internacional, ficando atrás do México e da China. Já em relação aos títulos ASG, o Brasil ocupa a terceira posição em volume, ficando atrás da China e do Chile, e com a segunda posição em volume de emissões, ficando atrás apenas da China.

FIGURA 19 – VOLUME DE ‘BONDS’ ASG EMITIDOS POR ANO.



Fonte: BondRadar (2021).

Outro ponto a se verificar é a representatividade de títulos ASG em relação ao total de ‘*bonds*’ emitidos, e nesse quesito o Brasil também é o terceiro, com 9,1% no período. Mas sendo mais importante olhar a evolução no período, e nesse quesito o Brasil, assim como seus pares evoluiu nos anos de 2020 e 2021, atingindo um pouco mais de 1/3 de suas emissões em títulos ASG. Em 2021 ficou atrás da Índia e do Chile, mas em 2020 ficou atrás apenas do Chile (o Chile possui destaque em 2020 e 2021 para títulos emitidos pelo governo chileno, sendo sustentáveis – 1,500 milhões de dólares e sociais – 14,2 bilhões de dólares, o que contribui para essa representatividade de títulos ASG, e o total de ‘*bonds*’ ASG do Chile nesses 2 anos foi de 26,4 bilhões de dólares, ou seja, mais de 50% foram títulos do governo chileno), como pode ser visto na Tabela 9 – “Representatividade dos ‘*bonds*’ ASG em relação ao total de emissões”. Essa tabela mostra como o tema ASG tem desenvolvido e sido utilizado por governos e empresas nos últimos anos nos mercados emergentes.

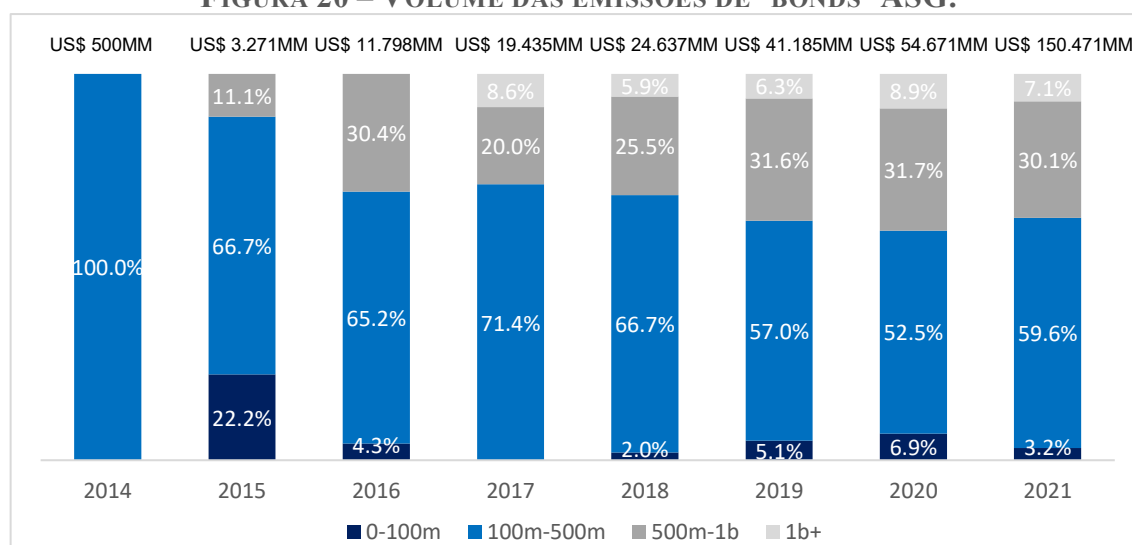
TABELA 9 – REPRESENTATIVIDADE DOS ‘BONDS’ ASG EM RELAÇÃO AO TOTAL DE EMISSÕES.

Representatividade	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Total
Chile	0,0%	0,0%	0,0%	3,1%	0,0%	19,8%	26,7%	61,1%	24,1%
Índia	0,0%	10,9%	14,7%	13,6%	8,0%	7,5%	2,4%	37,2%	12,3%
Brasil	0,0%	7,7%	2,5%	8,9%	3,3%	4,4%	9,5%	35,0%	9,1%
México	0,0%	1,8%	5,1%	13,9%	0,0%	0,0%	4,1%	27,1%	6,3%
Turquia	0,0%	0,0%	2,3%	1,6%	0,0%	0,0%	5,7%	21,4%	4,3%
China	0,0%	1,2%	3,9%	3,5%	6,0%	6,9%	3,7%	17,2%	5,7%
Rússia	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,8%	3,1%	4,1%	1,5%
África do Sul	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,7%	0,0%	0,0%	0,9%

Fonte: BondRadar (2021).

O valor médio dos ‘*bonds*’ ASG tem sido bem semelhante nos principais mercados emissores (Brasil, Chile, China, Índia e México), ou seja, próximo dos USD 500 milhões por emissão. México e Chile, tiveram alguns anos com emissões com uma média mais alta, próximo de USD1 bilhão, mas esses anos foram anos com poucas emissões, e isso faz com que uma emissão possa distorcer a média. Ao contrário do mercado internacional, os países emergentes possuem em sua maioria ‘*bonds*’ com valor abaixo dos USD 500 milhões, como pode ser visto na Figura 20 – “Volume das emissões de ‘*bonds*’ ASG”. Isso é algo esperado, dado que em geral as empresas/governos dos países emergentes são menores do que as empresas em economias mais desenvolvidas, além de terem moedas mais fracas em relação aos países desenvolvidos quando comparadas com o dólar.

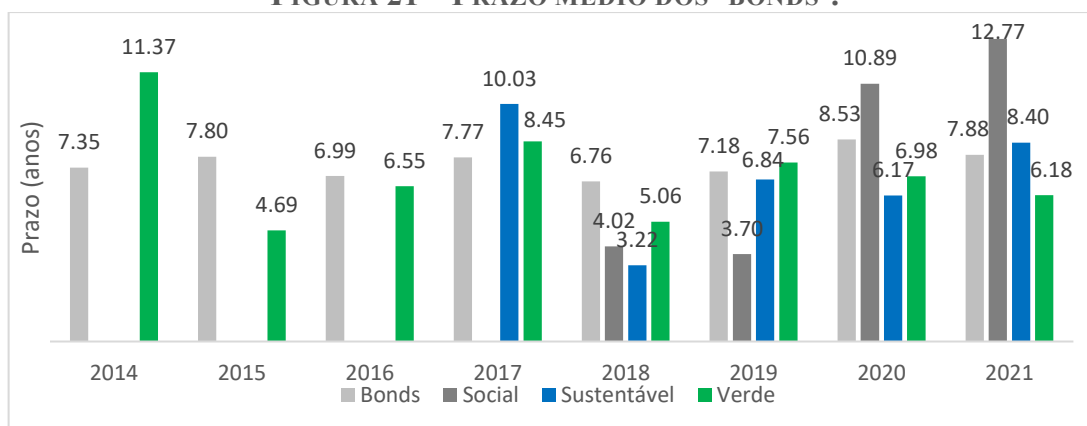
FIGURA 20 – VOLUME DAS EMISSÕES DE ‘BONDS’ ASG.



Fonte: BondRadar (2021).

Um ponto importante de se avaliar em títulos de dívida é o prazo da emissão, por estar relacionado ao custo da emissão, e ao seu fluxo de caixa. Sendo de grande importância para o projeto em que o dinheiro será aplicado. Na Figura 21 – “Prazo médio dos ‘bonds’”, são mostrados os prazos médios do ‘bonds’ ASG emitidos por países emergentes e o seu comportamento ao longo do tempo. Até 2019, os títulos verdes eram os títulos com os prazos mais longos, mas a partir de 2020, os títulos sociais assumiram o posto de títulos com o maior prazo e em 2021 os títulos sustentáveis também tiveram prazo mais longo que os títulos verdes. No geral os ‘bonds’ comuns possuem um prazo mais longo do que os ‘bonds’ ASG, apenas em alguns anos um dos tipos de título acaba tendo um prazo maior do que os ‘bonds’ convencionais.

FIGURA 21 – PRAZO MÉDIO DOS ‘BONDS’.



Fonte: ‘BondRadar’ (2021).

A Tabela 10 – “Dados estatísticos sobre o prazo dos ‘bonds’”, apresenta alguns dados estatísticos sobre os ‘bonds’. Nas informações é possível constatar que alguns dados se assemelham bastante, como o prazo mais comum para os ‘bonds’ ser de 5 anos, o prazo máximo serem os ‘bonds’ perpétuos que na base aparecem com prazo de 100 anos. Outro ponto interessante, é o prazo mínimo ser de 1 ano para os títulos verdes e de 2 anos nos sociais e sustentáveis, algo esperado dado que os recursos são utilizados em projetos específicos, ao contrário dos ‘bonds’ comuns que não possuem destinação específica e consequentemente aceitam qualquer prazo, como o mínimo que foi um ‘bond’ de uma 1 semana emitido pelo banco do Qatar. Como já havia sido constatado na Figura 21 – “Prazo médio dos ‘bonds’”, os ‘bonds’ sociais foram os que tiveram maior variação no prazo médio dos títulos, refletido no desvio padrão que é mais do que o dobro em relação aos outros títulos, mostrando que os títulos

sociais ainda não possuem um padrão de prazo, enquanto os outros têm variado, mas com uma menor magnitude.

TABELA 10 – DADOS ESTATÍSTICOS SOBRE O PRAZO DOS ‘BONDS’.

Prazo (anos)	Médio	Mediana	Moda	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão
Geral	7,58	5,0	5,0	100,74	0,0	7,42
Social	11,17	5,0	5,0	100,74	2,0	15,53
Sustentável	7,81	7,0	5,0	50,25	2,0	5,51
Verde	6,61	5,0	5,0	60,05	2,0	6,42

Fonte: BondRadar (2021).

4.1.3 Mercado brasileiro:

A primeira empresa brasileira a emitir de um título sustentável/ASG foi a BRF (Brasil Foods) no ano de 2015., Empresa do ramo alimentício focada na produção de carnes brancas (aves e suínos), a emissão não foi realizada no mercado nacional, mas no mercado externo por meio de um ‘bond’ em Euros. A emissão foi um título verde voltado a projetos de ecoeficiência, no valor de EUR 500 milhões, com prazo de 9 anos e taxa de juros de 2.75%. A emissão contou com avaliação externa realizada pela Sustaynalitics, seguindo os padrões estabelecidos pelo ICMA. As empresas brasileiras têm utilizado mais o mercado interno para realizar as emissões de seus títulos ASG, mostrando apetite do mercado interno para esse tipo de emissão, conforme Figura 22 – “Emissões ASG no mercado brasileiro”.

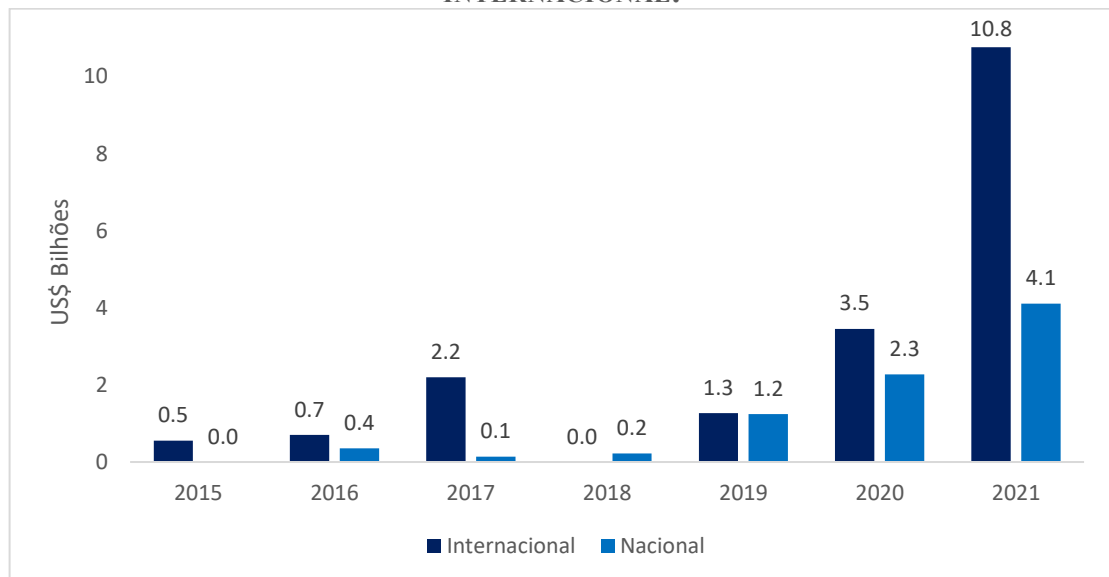
FIGURA 22 – EMISSÕES ASG NO MERCADO BRASILEIRO.



Fonte: Sitawi (2021).

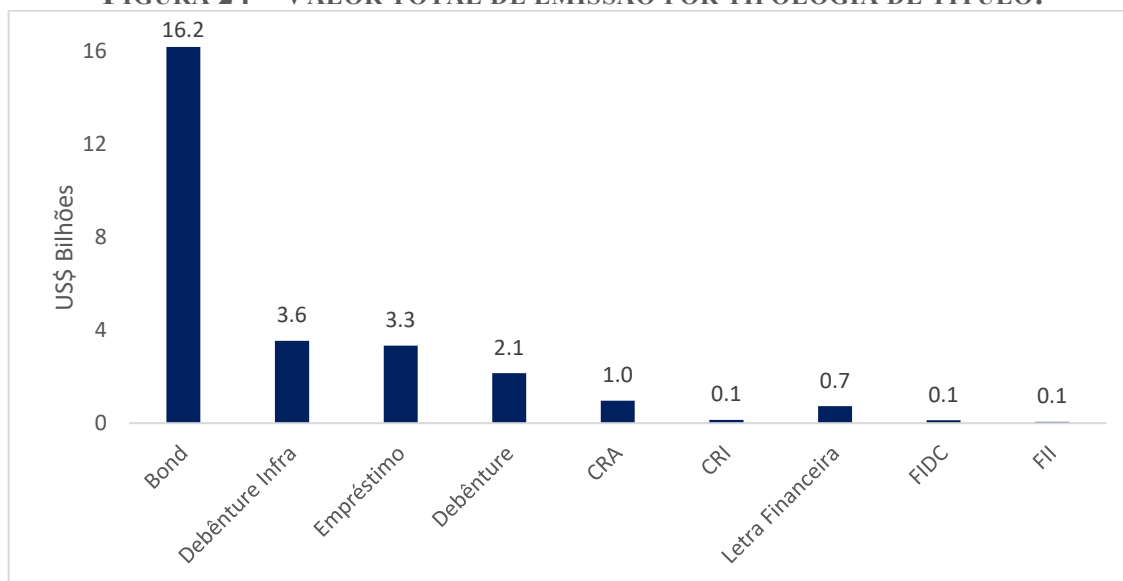
Mesmo com 76% das emissões sendo realizadas no mercado interno, o volume das emissões realizadas no mercado externo foi maior, conforme retratado na Figura 23 – “Volume das emissões brasileiras no mercado nacional e internacional” e na Figura 24 – “Valor total de emissão por tipologia de título”. Os dados que originam dessas Figura evidenciam que empresas de maior porte e com maior capacidade de acesso ao mercado financeiro ainda buscam o mercado externo para as suas emissões. Com isso, pode-se inferir que o mercado externo ainda apresenta melhores condições para a emissão desse tipo de títulos. Como reflexo, o ‘*bond*’ verde é o principal instrumento para emissão no período entre 2015 e 2021, seguido pelas debêntures de infraestrutura, empréstimos e debêntures (tradicionais).

FIGURA 23 – VOLUME DAS EMISSÕES BRASILEIRAS NO MERCADO NACIONAL E INTERNACIONAL.



Fonte: Sitawi (2021).

FIGURA 24 – VALOR TOTAL DE EMISSÃO POR TIPOLOGIA DE TÍTULO.



Fonte: Sitawi (2021).

Um evento relevante no mercado foi a emissão verde realizada pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) em 2017, também realizada no mercado internacional e no valor de USD 1 bilhão, com vencimento em 2024 (7 anos) e juros de 4,75%. A emissão teve por objetivo financiar projetos voltados à geração energia eólica ou solar, ou seja, a fim apoiar novas fontes de geração de energia sustentável, a lista de projetos abrangidos encontra-se na Tabela 11 – “Projetos financiados pela emissão do BNDES”. O banco deu a seguinte declaração sobre a emissão:

“O foco da emissão foi para apoiar/financiar projetos de geração de energia eólica ou solar, tendo uma Segunda Opinião feita pela Sustainalytics e conta com auditoria externa. Com o valor do ‘Bond’ (Título de Renda Fixa emitido no mercado externo), o BNDES apoiará esses projetos com a diretoria do banco realizando uma análise de impactos ambientais, sociais e de aspectos financeiros. Foram selecionados 8 projetos de geração de energia eólica que totalizam 1.323 MW de capacidade instalada, o que corresponde a uma projeção de 421.608 toneladas de CO₂ equivalentes evitadas por ano”. (BNDES, 2018)

TABELA 11 – PROJETOS FINANCIADOS PELA EMISSÃO DO BNDES.

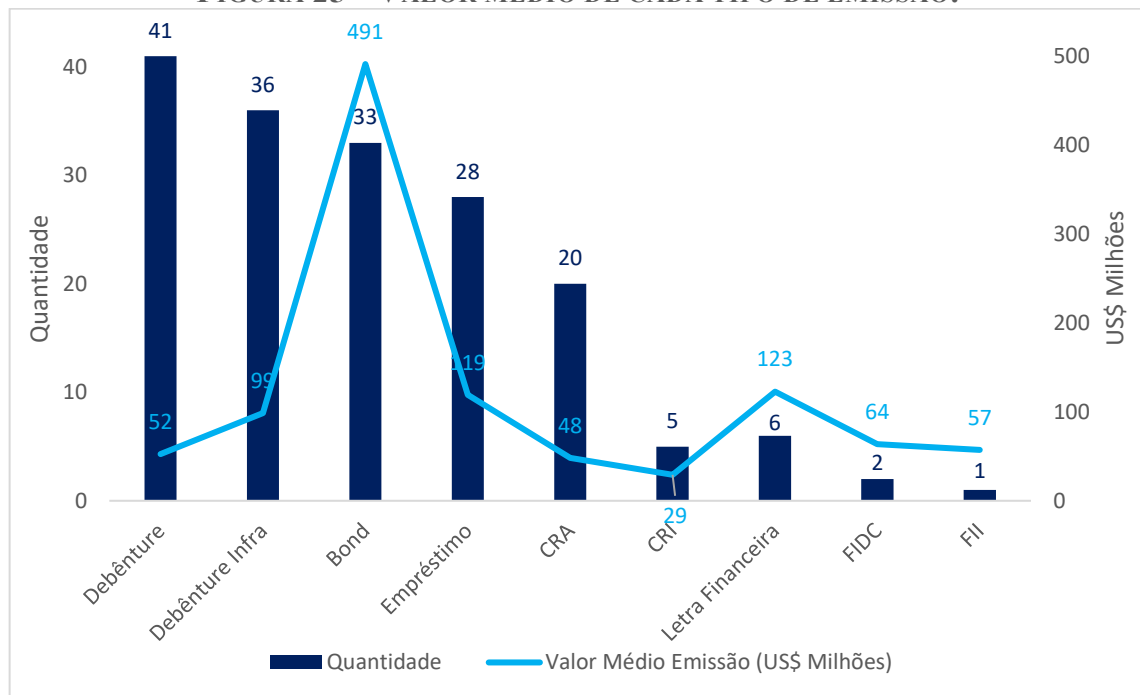
Projeto	Capacidade Instalada (MW)	Valor Contratado (R\$)
UEE Calango 6	84	274.867.500,00
UEE Atlantic 2 (Morrinhos)	180	494.212.000,00
UEE Brazil Energy (Guirapá I)	170,2	390.958.852,00
UEE Contour Picos 2 (Chapada do Piauí II)	172,4	575.079.500,00
UEE Rio Energy 1 (Itarema)	207	652.522.000,00
UEE Santa Vitória do Palmar	207	679.380.000,00
UEE São Clemente	216,1	658.330.000,00
UEE Servtec 2 (Bons Ventos da Serra 2)	86,1	225.540.000,00
Valor Total Contratado		3.950.889.852,00
Total de desembolsos até dezembro de 2017		3.528.504.012,80

Fonte: BNDES (2018).

Reflexo do desenvolvimento do mercado nacional é que atualmente o número, tanto de emissões de debêntures e de debêntures de infraestrutura total, já é maior que o número de ‘bonds’ ASG emitidos. Esse ponto, aliado aos dados das Figuras 23 – “Volume das emissões brasileiras no mercado nacional e internacional” e 24 – “Valor total de emissão por tipologia de título”, permite concluir que as emissões no mercado externo são em volumes maiores. Conforme retratado na Figura 25 – “Valor médio de cada tipo de emissão” em média os ‘bonds’ possuem um valor de USD 491.1 milhões, enquanto as debêntures possuem um valor médio de USD 52.4 milhões e as debêntures de infraestrutura um valor médio de USD 98.65 milhões, por serem emitidas no país é esperado que tenham um volume menor, pois empresas menores conseguem utilizar do instrumento, pois os custos de estruturação são menores em relação ao mercado externo. Sendo assim, o valor médio das 173 emissões de títulos brasileiros¹⁷ é de USD 158.6 milhões.

¹⁷ Consulta realizada na base da Sitawi no dia 23/Nov/2021

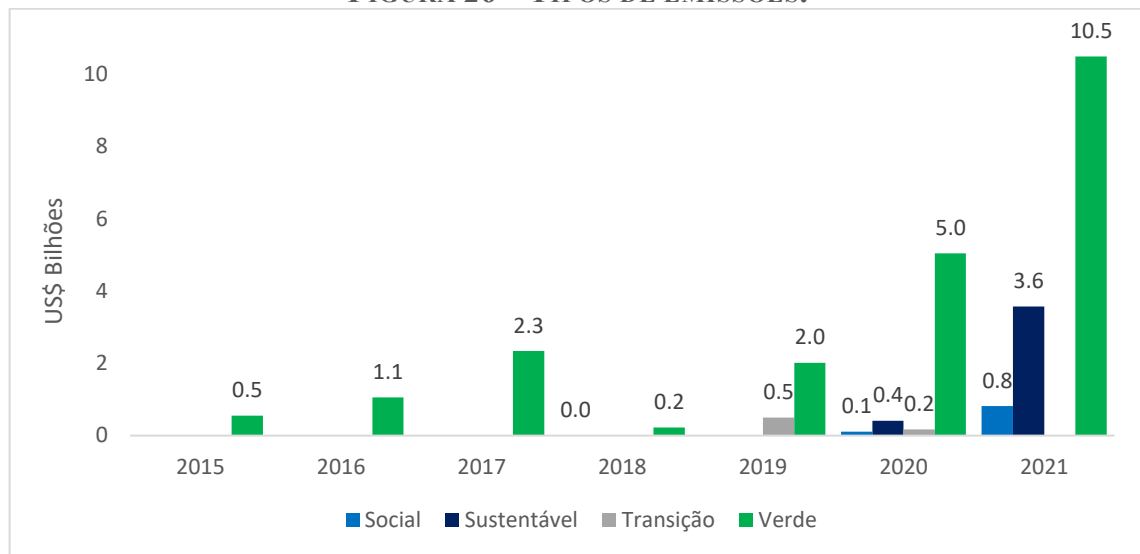
FIGURA 25 – VALOR MÉDIO DE CADA TIPO DE EMISSÃO.



Fonte: Sitawi (2021).

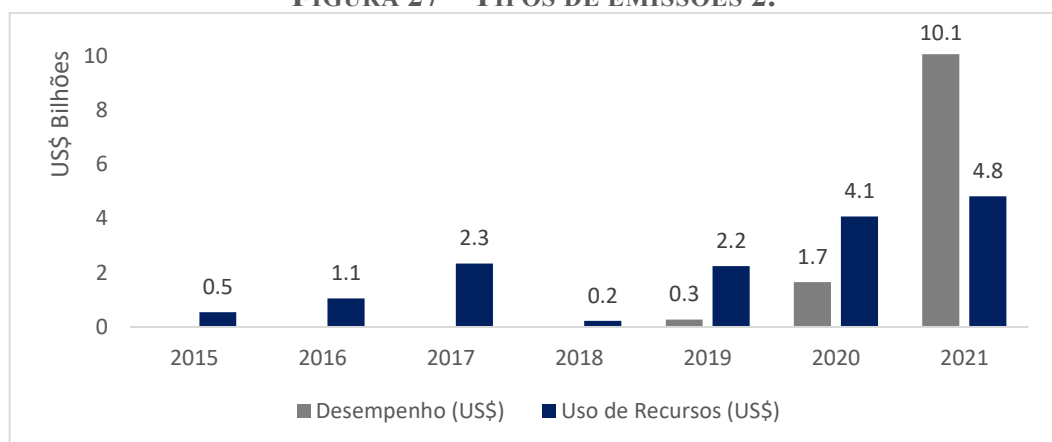
No Brasil, assim como no mercado global as emissões verdes, possuem uma representação maior quando comparadas as emissões sociais, sustentáveis ou de transição¹⁸. Assim como ocorreu com o mercado global, a partir de 2020 as emissões sociais e sustentáveis começaram a ganhar representatividade, mas apenas em 2021 que elas tiveram um número considerável quando comparado as emissões verdes, como pode ser visto na figura 26 – “Tipos de Emissões”.

¹⁸ Títulos de transição: não é um título comum, por ser bem recente, não tendo princípios estabelecidos pelo ICMA, mas que seguem um manual publicado pelo ICMA em dezembro de 2020. Assim, são títulos que buscam financiar projetos de transição para uma economia verde, ou seja, empresas que ainda não possuem projetos que se encaixem como verdes, podem utilizar desse instrumento.

FIGURA 26 – TIPOS DE EMISSÕES.

Fonte: Sitawi (2021).

Outro ponto a ser analisado sobre o mercado brasileiro, é que no ano de 2021 as emissões atreladas ao desempenho, ou seja, emissões no formato dos títulos ligados a metas sustentáveis – SLBP pela primeira vez representaram mais emissões do que as emissões comuns (uso dos recursos em um projeto específico), conforme a Figura 27 – “Tipo de emissão”. Os títulos de desempenho são uma alternativa interessante para as empresas pelo impacto no fluxo de caixa do título, ou seja, se a empresa conseguir melhorar o seu desempenho sustentável, as metas definidas junto ao avaliador, o seu custo da emissão irá diminuir. Assim, esse tipo de título une os objetivos das duas pontas, emissor e investidor, no desenvolvimento do ASG no mercado.

FIGURA 27 – TIPOS DE EMISSÕES 2.

Fonte: Sitawi (2021).

Em contraste ao maior volume de emissões de desempenho, a maior quantidade (Nº de títulos) de emissões foi para uso dos recursos (Tabela 12 – “Quantidade de emissões por tipo de título”), ou seja, são emissões com valor menor, por terem o seu uso em projetos específicos, mas a diferença entre ambas vem diminuindo desde a primeira emissão de títulos ligado a desempenho em 2019. Os títulos ligados a desempenho cresceram 16.5x em 2 anos, enquanto as emissões para uso dos recursos em projetos cresceram 3.8x. Mostrando que ambos mercados estão em crescimento, mas que o mercado brasileiro tem migrado para as emissões com metas.

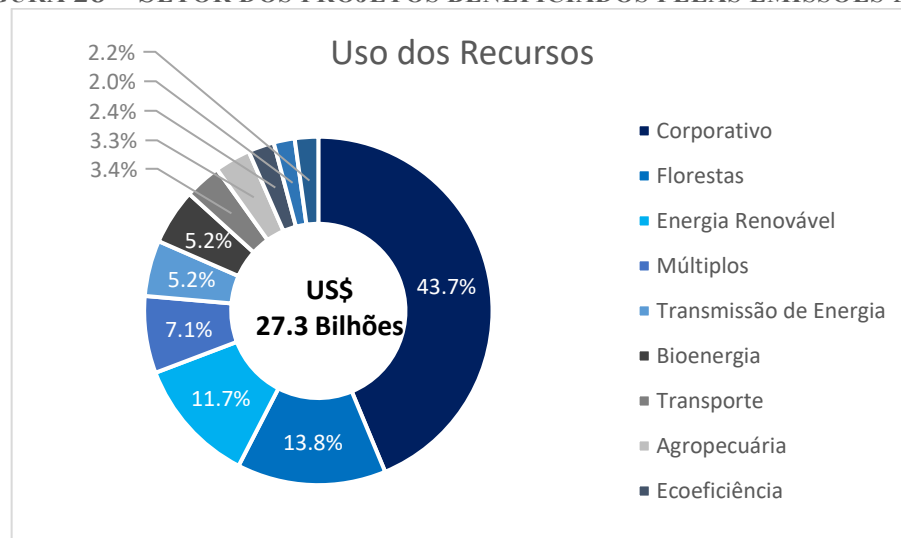
TABELA 12 – QUANTIDADE DE EMISSÕES POR TIPO DE TÍTULO.

Quantidade de Emissões	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Desempenho	0	0	0	0	2	8	33
Uso de Recursos	1	3	9	4	16	35	61
Total	1	3	9	4	18	43	94

Fonte: Sitawi (2021).

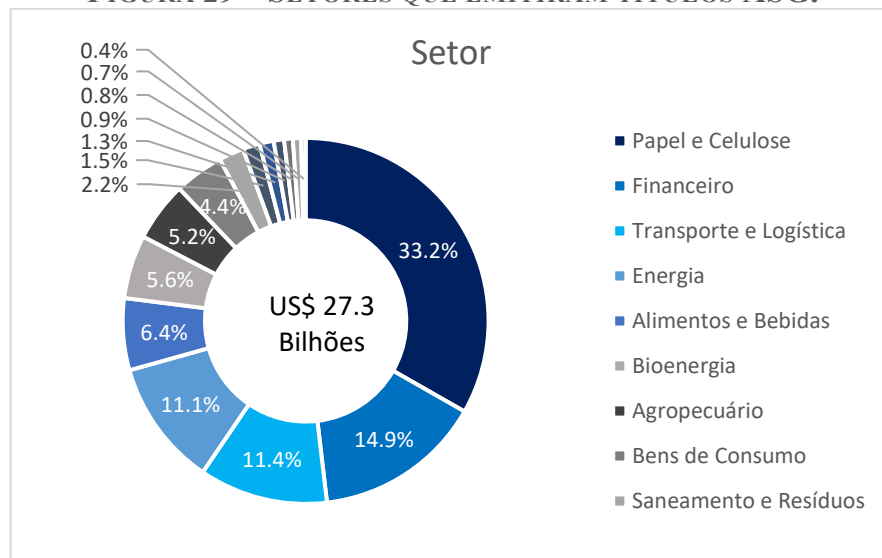
Com os recursos advindos das emissões ASG, os principais setores abrangidos foram o uso corporativo dos recursos, atrelado as emissões de desempenho, seguido pelo uso para projetos que contemplam florestas e energias renováveis, conforme a Figura 28 – “Setor dos projetos beneficiados pelas emissões ASG”. Sendo estes 2 temas, um dos principais temas quando se fala em ASG, e em linha com o ponto mencionado por Emanuele Campiglio (2016) em seu artigo, que fala que:

“A transição para um sistema com economia sustentável requererá que recursos econômicos fluam para setores produtivos com baixa emissão de carbono. Entretanto, a transição para uma economia verde é inteiramente sistêmico e terá que envolver toda a economia, existindo 3 setores fundamentais: 1. Produção de energia através de fontes limpas e renováveis (por exemplo, painéis solares e turbinas de vento); 2. Melhoria da eficiência energética (especialmente em construções e no transporte); 3. Conservação e uso inteligentes do capital natural (agricultura sustentável, pesca, água, lixo e outros setores). A expansão para investimentos com baixa emissão de carbono terá que tomar lugar juntamente a um declínio nos investimentos em setores poluentes e intensivos de energia”.

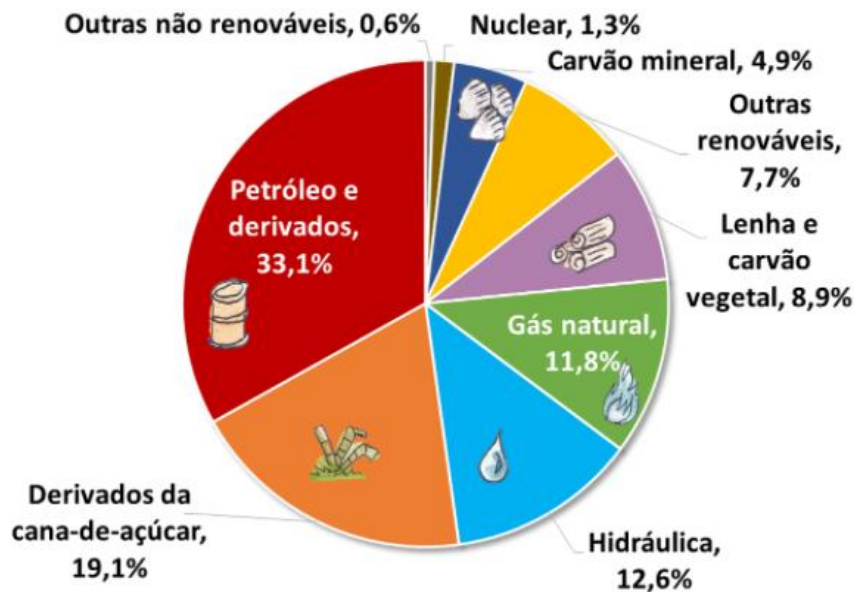
FIGURA 28 – SETOR DOS PROJETOS BENEFICIADOS PELAS EMISSÕES ASG.

Fonte: Sitawi (2021)

A Figura 29 – “Setores que emitiram títulos ASG”, mostra que o setor de florestas e de energia são os setores que têm sido mais beneficiados pelas emissões, em linha com o apresentado na Figura 28 (figura acima) dos projetos beneficiados. O setor de energia, geração e transmissão, representa 22% dos recursos levantados pelas empresas em emissões ASG. Assim como os projetos mais beneficiados foram os do setor de energia, a maior quantidade de emissores também são as empresas do setor de energia. Das 173 emissões, 65 foram de empresas do setor de energia e bioenergia, o que representa 38% do total. Isso mostra que, as empresas que mais tem utilizado dos benefícios das emissões ASG são as empresas do setor de energia no país, que são beneficiadas pelo país ter parte de sua matriz energética advinda de fontes limpas e renováveis, conforme a Figura 30 – “Matriz Energética Brasileira”, sendo o líder entre os BRICS.

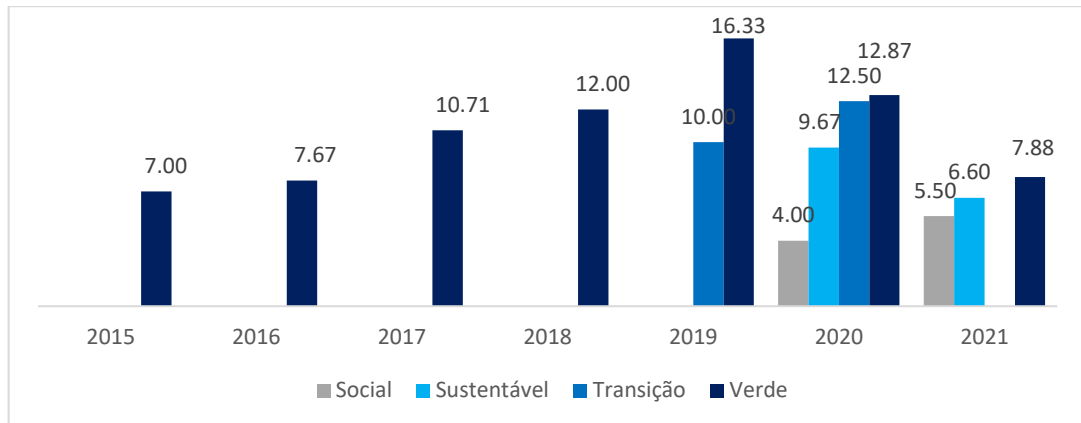
FIGURA 29 – SETORES QUE EMITIRAM TÍTULOS ASG.

Fonte: Sitawi (2021).

FIGURA 30 – MATRIZ ENERGÉTICA BRASILEIRA.

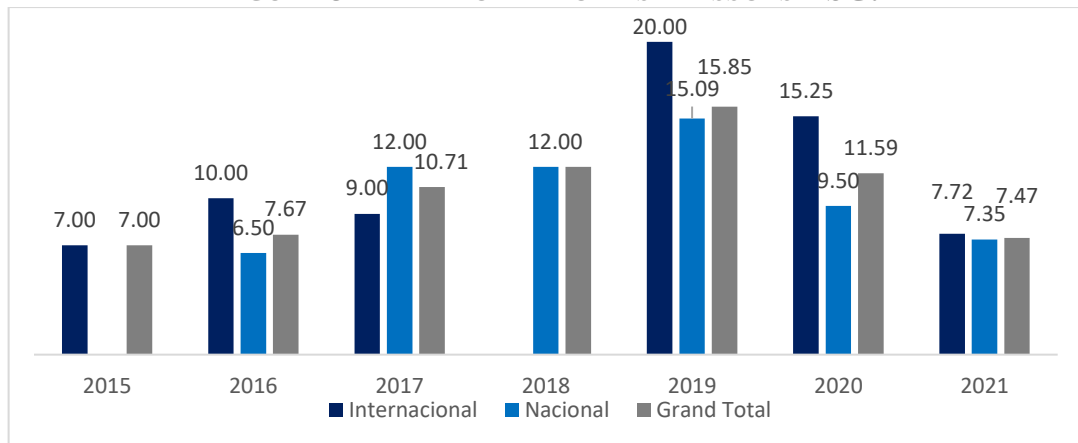
Fonte: Empresa de Pesquisa Energética – EPE (2021).

Um importante de se analisar quando se está analisando títulos de dívida, é o prazo médio das emissões. O prazo da emissão possui uma ligação direta com o preço/custo da emissão para o emissor, e quanto mais longa a dívida melhor para a empresa, e consequentemente para as emissões verdes e sociais que estão ligadas a projetos. Na Figura 31 – “Prazo médio das emissões ASG brasileiras”, pode-se ver que as emissões possuem um prazo médio longo, no geral ficam próximas de 10 anos, sendo as emissões de transição e verdes com os maiores prazos, 11,67 anos e 10,40 anos, respectivamente.

FIGURA 31 – PRAZO MÉDIO DAS EMISSÕES ASG BRASILEIRAS.

Fonte: Sitawi (2021).

E na Figura 32 – “Prazo médio das emissões ASG” a quebra do prazo médio por títulos emitidos no mercado nacional e no mercado internacional, mostrando que no mercado internacional as emissões têm tido um prazo maior, sendo assim um atrativo para as empresas que possuem a capacidade para acessar esse mercado, por terem um prazo maior para conseguir o retorno do seu investimento.

FIGURA 32 – PRAZO MÉDIO DAS EMISSÕES ASG.

Fonte: Sitawi (2021).

4.2 MERCADO NACIONAL DE TÍTULOS DE DÍVIDA:

4.2.1 Debêntures:

O principal tipo de emissão do mercado brasileiro são as debêntures, conforme Figura 33 – “Valor (\$) das emissões no Brasil entre 2015 e out/2021”, as debêntures seriam o equivalente aos *'bonds'* internacionais, com a diferença de que os *'bonds'*, normalmente, possuem uma taxa de juros pré-fixada enquanto as debêntures normalmente possuem uma taxa de juros pós-fixada de CDI¹⁹ + Spread, uma porcentagem do CDI ou atreladas ao IPCA²⁰ + spread. Mas as debêntures atreladas ao IPCA em geral são as debêntures incentivadas, e normalmente alguns CRIs e CRAs também utilizam o IPCA como taxa de juros. A fim de exemplificar isso, segundo a CVM em 2017, 52,7% das debêntures foram emitidas com a taxa de juros em % do CDI, 37,2% das debêntures com CDI + spread e 9,4% das debêntures atreladas ao IPCA. Já em 2021, 0,2% foram emitidas em % do CDI, 67,4% em CDI + Spread e 24,7% atreladas ao IPCA, mostrando uma mudança do mercado e aumento das debêntures atreladas ao IPCA, que normalmente são debêntures incentivadas²¹.

Um mercado que vem crescendo nos últimos anos e tem chamado a atenção dos investidores e da CVM, é o mercado de FIDCs. O FIDC é um fundo de investimento em direitos creditórios, ou seja, um fundo que compra créditos a receber das mais variadas empresas e tipos, como de empréstimos pessoais, empréstimos corporativos, entre outros. Aproveitando o bom momento de captação deste instrumento, a CVM fez uma audiência pública para a criação do FIDC Verde conforme mencionado anteriormente, e criando mais um tipo de instrumento para que as empresas realizem emissões relacionadas a ASG. Outro ponto que vem sendo discutido pela CVM é a liberação dos FIDCs para investimento por investidores comuns, atualmente apenas investidores qualificados²² ou investidores profissionais²³ podem negociar esse instrumento, o que faz que o instrumento tenha um número limitado de potenciais investidores.

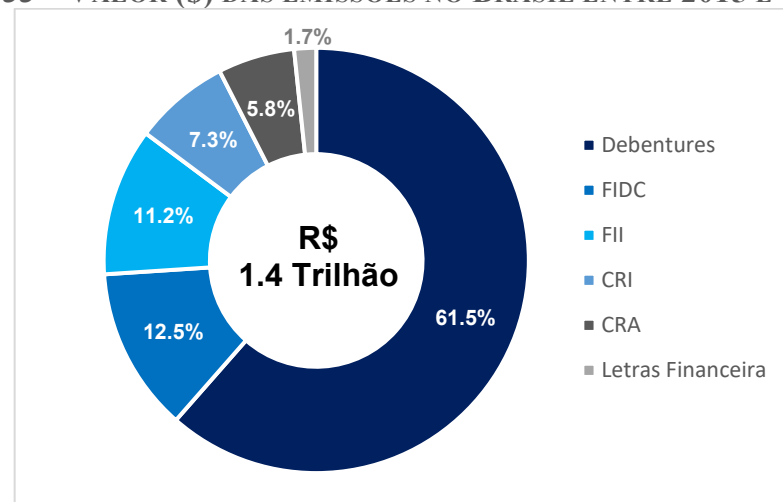
¹⁹ CDI – Certificado de Depósito Interbancário: Taxa básica de empréstimos que os bancos cobram para emprestar entre eles, tem como base a Selic. Geralmente 0,1% a menos que a Selic

²⁰ IPCA – Índice de Preços ao Consumidor Amplo: principal indicador da inflação brasileira

²¹ Debênture Incentivada: debêntures em que o dinheiro arrecadado com a emissão é utilizado em projetos de infraestrutura e não possuem cobrança de Imposto de Renda.

²² Investidor qualificado: investidores que possuem mais de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais)

²³ Investidor profissional: bancos, fundos de investimentos, etc.

FIGURA 33 – VALOR (\$) DAS EMISSÕES NO BRASIL ENTRE 2015 E OUT/2021.

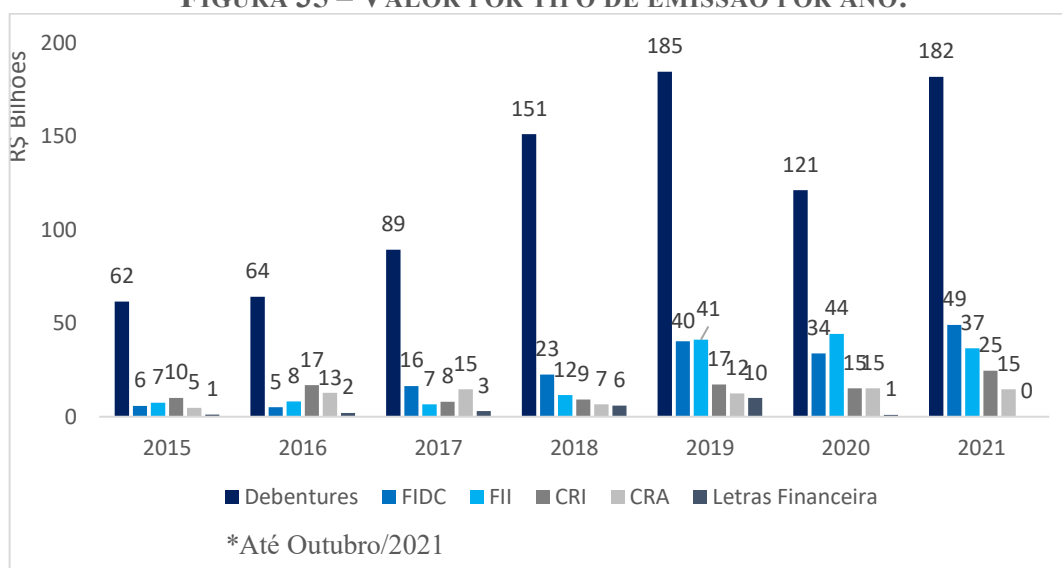
Fonte: Anbima (2021).

O mercado vem crescendo desde 2015, apenas no ano de 2020 que houve uma queda no número de emissões, ano que pode se considerar atípico para os mercados financeiros mundiais devido a pandemia da Covid-19. Outro fato que ajuda essa hipótese é de que 2021 já superou o ano de 2019 e ainda faltam os meses de novembro e dezembro, conforme Figura 34 – “Valor total de emissões de renda fixa por ano”, que mostra o valor total das emissões e a Figura 35 – “Valor por tipo de emissão por ano” que mostra a quantidade de cada tipo de emissão, mostrando que a queda na quantidade de emissões em 2020 foi atípica, e que o mercado brasileiro de dívida já se recuperou e os investidores estão com apetite para esse instrumento de investimento.

FIGURA 34 – VALOR TOTAL DE EMISSÕES DE RENDA FIXA POR ANO.

Fonte: CVM (2021).

FIGURA 35 – VALOR POR TIPO DE EMISSÃO POR ANO.



Fonte: CVM (2021).

A maioria das debêntures são emitidas pela instrução CVM 476/2009²⁴ e feitas por empresas de capital fechado, conforme a Tabela 13 – “Divisão da quantidade de emissões de debêntures seguindo a ICVM 476”, o que mostra que esse mercado está disponível para todas as empresas, não sendo um impeditivo para que as empresas menores busquem o mercado e busquem emissões ASG, pois os custos de estruturação são semelhantes, conforme retratado por Gianfrate & Peri (2019):

“estatisticamente existe uma vantagem, para os emissores, quando um título é denominado verde. Essa vantagem é quantificável, em média, em taxas de juros menores pagas anualmente aos investidores em 18 pontos base (significando 0,18% do valor do título). Além disso, essa vantagem é atingida tanto pelas empresas, como pelas emissões não corporativas como títulos municipais e governamentais. Esta evidência sugere que, mesmo levando em consideração os custos extras para obter a certificação verde para a emissão, os títulos verdes são relativamente mais convenientes para os emissores. Portanto, os títulos verdes são potencialmente benéficos não somente para a sociedade, mas também para os emissores porque eles podem reduzir o custo de financiamento por dívida.” “Os títulos verdes são atualmente mais convenientes do que os títulos convencionais, porque, na média, *coeteris paribus*, eles têm que oferecer aos investidores menores retornos. Importante, este resultado é forte para os emissores corporativos com implicação de que o setor privado – em que o seu suporte que será necessário para atingir o objetivo da temperatura estabelecido no Acordo de Paris – estão melhores financeiramente quando emitem títulos nomeados como verdes. Os títulos verdes possuem um custo adicional porque os emissores devem certifica-lo, monitorá-lo e produzir relatórios sobre o uso dos recursos. A magnitude da economia para os emissores (em termos de juros pagos) excede os custos para conseguir a certificação ou o rating verde. A ‘*Climate Bonds Initiative*’, por exemplo, pede uma taxa de 0,1 pontos base sobre o valor da emissão para certificar o título como verde (entretanto, ainda é necessário o engajamento de

²⁴ Instrução CVM 476/2009: emissão de dívida/ações com esforços restritos, ou seja, acessando apenas investidores profissionais ou qualificado.

um terceiro para verificar os relatórios e processos). Ainda assim, mesmo que a avaliação verde seja custosa como as avaliações de rating convencionais, isso custaria entre 3-5 pontos base, o que fica bem abaixo economia estimada entre (15-21 pontos base)”.

Ainda que Gianfrate & Peri (2019) tenham encontrado evidências de que as emissões ASG tenham um custo menor para o emissor, esse tema ainda é debatido na academia e no mercado financeiro. Sendo criado o termo ‘Greenium’ que significa ‘green’ + ‘premium’, ou seja, o prêmio verde para as emissões ASG, ainda não há uma visão que deixe claro que ele exista, sendo necessário maiores estudos a fim de apontar esse benefício para as empresas emissoras.

Mas o maior volume, vem das emissões de empresas de capital aberto, conforme Tabela 14 – “Divisão do volume de emissões de debêntures por tipo de empresa no mercado brasileiro”, o que é algo normal, pois normalmente as maiores empresas do país estão listadas na bolsa de valores. Mesmo fenômeno que ocorre quando comparamos as emissões de empresas brasileiras no mercado interno e no mercado externo, as empresas que conseguem acessar o mercado externo com taxas atrativas, conseguem emissões com maior volume em relação ao emissões do mercado nacional.

TABELA 13 – DIVISÃO DA QUANTIDADE DE EMISSÕES DE DEBÊNTURES SEGUINDO A ICVM 476.

Empresas – Quantidade	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Jan-Out 2020	Jan-Out 2021
Capital Aberto	42,0%	43,0%	55,7%	45,1%	61,8%	56,2%	55,9%	57,8%
Capital Fechado	58,0%	57,0%	44,3%	54,9%	38,2%	43,8%	44,1%	42,2%

Fonte: Anbima (2021).

TABELA 14 – DIVISÃO DO VOLUME DE EMISSÕES DE DEBÊNTURES POR TIPO DE EMPRESA NO MERCADO BRASILEIRO.

Empresas – Volume (R\$)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Jan-Out 2020	Jan-Out 2021
Capital Aberto	40,9%	41,0%	57,7%	47,1%	59,8%	57,2%	54,9%	58,8%
Capital Fechado	59,1%	59,0%	42,3%	52,9%	40,2%	42,8%	45,1%	41,2%

Fonte: Anbima (2021).

Um ponto importante a ser analisado, é o tipo de investidor que acessa o mercado de debêntures. No Brasil, os principais investidores do mercado de debêntures são os investidores institucionais, ou seja, os bancos e fundos de investimento, conforme mostrado nas Tabelas 15 – “Divisão dos Investidores de Debêntures”, 16 – “Divisão dos Investidores de Emissões de Debêntures ICVM 400” e 17 – “Divisão dos Investidores de Emissões de Debêntures ICVM 476”. Sendo que os bancos são os principais investidores das debêntures que são emitidas seguindo a instrução na ICVM 476/2009, já para as debêntures emitidas seguindo a instrução ICVM 400/2003²⁵. Desde 2015, foram emitidos 76 bilhões de reais em emissões seguindo a instrução ICVM 400/2003, enquanto as emissões segundo a ICVM 476/2009 representaram 808 Bilhões de reais, ou seja, um volume 10x maior. Com isso podemos ver que os investidores institucionais são os mais importantes nesse seguimento. Assim, vemos que os fundos de investimento e os bancos serão peça fundamental para o crescimento de emissões sustentáveis no país. Um processo que têm ocorrido na Europa através do SFDR que regula e fiscaliza os fundos de investimento e bancos, com regulações para que os investidores mostrem como funcionam as suas políticas e como tem sido incorporado nas teses de investimento, pode ser adotado no Brasil e, consequentemente incentivar os investidores a adentrar nas emissões ASG.

TABELA 15 – DIVISÃO DOS INVESTIDORES DE DEBÊNTURES.

Oferta ICVM 400 e ICVM 476	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Jan-Out 2020	Jan-Out 2021
Pessoas Físicas	5,0%	3,1%	3,7%	3,4%	5,4%	2,9%	3,2%	3,7%
Fundos de Investimento	23,5%	25,9%	54,8%	40,1%	48,7%	23,5%	15,4%	39,3%
Investidores Estrangeiros	2,5%	0,1%	1,2%	2,8%	0,8%	2,2%	0,5%	4,7%
Demais Investidores Institucionais	5,8%	6,0%	5,1%	8,9%	4,5%	23,5%	7,6%	39,3%
Intermediários e Participantes da Oferta	63,2%	64,9%	35,1%	44,8%	40,6%	2,9%	73,3%	3,7%

Fonte: Anbima (2021).

²⁵ ICVM 400: ofertas de emissões de ações/dívidas para o mercado aberto, podendo acessar tanto pessoa física como investidores institucionais, esse tipo de emissão pede um número maior de documentos e informações para informar o investidor sobre a oferta e potenciais riscos.

TABELA 16 – DIVISÃO DOS INVESTIDORES DE EMISSÕES DE DEBÊNTURES ICVM 400.

Ofertas ICVM 400	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Jan-Out 2020	Jan-Out 2021
Pessoas Físicas	27,4%	50,1%	33,3%	58,3%	58,3%	29,7%	75,2%	43,6%
Fundos de Investimento	61,2%	11,2%	35,5%	10,3%	21,5%	10,9%	7,5%	30,3%
Investidores Estrangeiros	0,0%	3,0%	0,0%	0,0%	0,0%	51,0%	0,0%	0,9%
Demais Investidores Institucionais Intermediários e Participantes da Oferta	6,8%	27,3%	10,5%	7,3%	7,5%	5,5%	14,4%	16,2%
	4,5%	8,3%	20,6%	8,1%	12,7%	2,9%	2,8%	9,0%

Fonte: Anbima (2021).

TABELA 17 – DIVISÃO DOS INVESTIDORES DE EMISSÕES DE DEBÊNTURES ICVM 476.

Ofertas ICVM 476	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Jan-Out 2020	Jan-Out 2021
Pessoas Físicas	0,8%	1,6%	1,5%	2,1%	0,8%	2,1%	2,4%	2,1%
Fundos de Investimento	16,5%	26,4%	56,3%	40,6%	51,1%	23,9%	15,5%	39,7%
Investidores Estrangeiros	3,0%	0,0%	1,3%	2,9%	0,9%	0,9%	0,5%	4,9%
Demais Investidores Institucionais Intermediários e Participantes da Oferta	5,6%	5,3%	4,7%	8,9%	4,2%	7,1%	7,5%	9,5%
	74,1%	66,7%	36,2%	45,5%	43,0%	66,0%	2,4%	43,8%

Fonte: Anbima (2021).

4.2.2 Debêntures incentivadas:

As debêntures incentivadas são debêntures que são regidas pela Lei 12.431/2011 e tem a seguinte definição:

“as emissões feitas por sociedades de propósito específico, constituída sob a forma de sociedade por ações, dos certificados de recebíveis imobiliários (CRA, CRI) e de cotas de emissão de fundo de investimento em direitos creditórios (FIDC), constituídos sob a forma de condomínio fechado, relacionados à captação de recursos com vistas em

implementar projetos de investimento na área de infraestrutura, ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, considerados como prioritários na forma regulamentada pelo Poder Executivo federal, os rendimentos auferidos por pessoas físicas ou jurídicas residentes ou domiciliadas no País sujeitam-se à incidência do imposto sobre a renda, exclusivamente na fonte, às seguintes alíquotas”:

- “0% quando auferidos por pessoa física;
- 15% quando auferidos por pessoa jurídica tributada com base no lucro real, presumido ou arbitrado, pessoa jurídica isenta ou optante pelo Regime Especial Unificado de Arrecadação de Tributos e Contribuições devidos pelas Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (Simples Nacional).”

As debêntures incentivadas necessitam de aprovação do Ministério da Economia (ME) para serem emitidas, e normalmente a sua remuneração é atrelada a uma taxa de juros pré-fixada + IPCA (índice de inflação). Como os recursos são aplicados em projetos de infraestrutura, as debêntures possuem prazos mais longos do que as debêntures comuns, como pode ser visto na Tabela 18 – “Prazo médio das debêntures em anos”.

TABELA 18 – PRAZO MÉDIO DAS DEBÊNTURES EM ANOS.

Tipo de Debenture	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Jan-Out 2020	Jan-Out 2021
Incentivada	7,35	7,32	7,93	10,29	12,55	11,38	11,02	11,53
Comuns	4,50	4,76	4,98	5,93	6,39	6,87	6,54	6,12

Fonte: Anbima (2021).

Como esse tipo de emissão possui incentivo, não pagamento do imposto de renda por pessoas físicas e alíquota menor para pessoas jurídicas, as pessoas físicas são importantes no processo de emissão, pois possuem alta participação nas emissões, conforme a Tabela 19 – “Participação no Volume das emissões incentivadas”. Mas, nos últimos anos as pessoas físicas tem perdido representatividade no volume investido em relação ao total, e assim, como ocorre nas debêntures emitidas conforme a ICVM 476, os investidores institucionais (bancos e fundos de investimento) são fundamentais nesse tipo de emissão.

TABELA 19 – PARTICIPAÇÃO NO VOLUME DA EMISSÃO INCENTIVADA.

Ofertas 12.431	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Jan-Out 2020	Jan-Out 2021
Pessoas Físicas	48,3%	39,7%	35,9%	18,2%	29,3%	12,1%	12,8%	14,0%
Fundos de Investimento	8,5%	16,9%	19,4%	15,0%	24,3%	15,7%	16,7%	27,3%
Investidores Estrangeiros	14,2%	0,0%	0,0%	17,9%	0,0%	0,5%	0,1%	0,4%
Demais Investidores Institucionais	16,9%	19,1%	13,6%	7,1%	10,4%	14,6%	17,8%	19,3%
Intermediários e Participantes da Oferta	12,2%	24,3%	31,0%	41,8%	35,4%	57,1%	52,6%	38,9%

Fonte: Anbima (2021).

As debêntures incentivadas são um formato de emissão que o governo pode utilizar para incentivar o crescimento do mercado de emissões sustentáveis, pois assim como as debêntures incentivadas devem utilizar os recursos obrigatoriamente em projetos de infraestrutura, as debêntures verdes, sociais e sustentáveis, devem utilizar seus recursos em projetos relacionados ao tema e realizar a prestação de contas sobre os recursos utilizados, com avaliação por terceiros. Sendo este, um processo semelhante ao exigido na prestação de contas das debêntures incentivadas, conforme definido na lei.

Atualmente, as debêntures incentivadas podem receber a certificação verde, mas o BNDES vem trabalhando para que as debêntures verdes possam ser classificadas como debêntures incentivadas, e consequentemente receberem a imunidade tributária, aumentando o número de investidores interessados. O decreto 10.387/2020 incluiu os projetos de infraestrutura que proporcionem benefícios ambientais ou sociais relevantes nos setores de mobilidade urbana, energia e saneamento básico, que são os setores que mais emitem os títulos sustentáveis, tanto no Brasil como no mundo, na lista de projetos que se enquadram na lei 12.431/2011.

4.2.3 Securitizações:

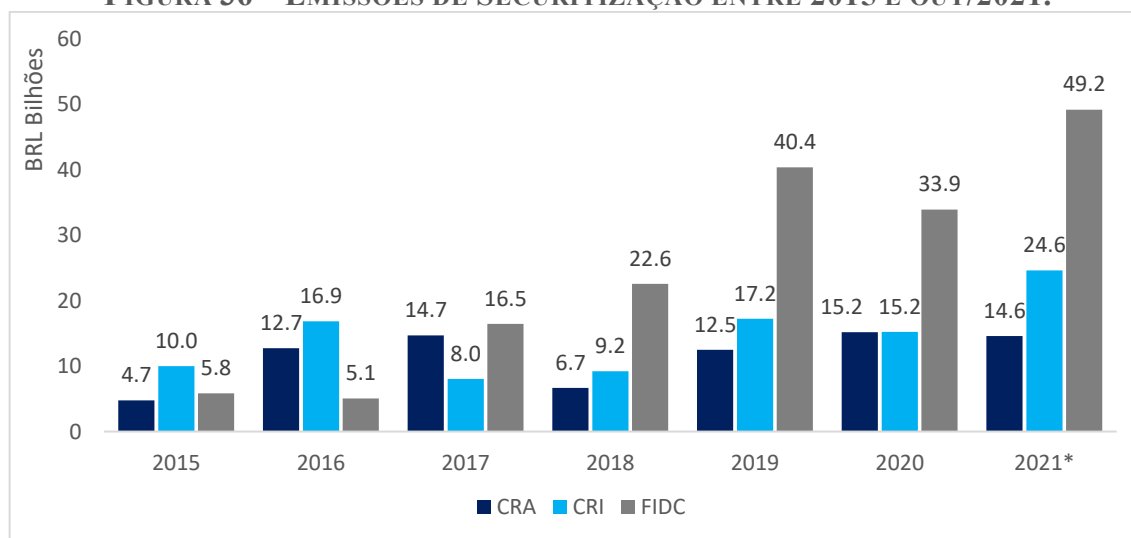
O mercado de securitizações é um mercado que vem crescendo nos últimos anos e por isso vem recebendo maior atenção dos reguladores brasileiros, CVM e Bacen, a fim de melhorar

os produtos e trazer mais investidores. Os instrumentos são os: CRIs (Certificado de Recebíveis Imobiliários), que fazem a antecipação de recebíveis imobiliários que podem ser loteamentos, apartamentos, etc. utilizado principalmente por empresas do ramo imobiliário, os CRAs são semelhantes aos CRIs, mas com a diferença de que os recebíveis são provenientes do agronegócio e são emitidos pelas mais variadas empresas que atuam no ramo. Já os FIDCs aceitam todos os tipos de emissores, sendo um produto muito utilizado, principalmente, por instituições financeiras que desejam adiantar o recebimento de empréstimos, mas também pode ser utilizado por construtoras, empresas do agronegócio, etc. Existem outras diferenças entre os produtos:

- Os CRIs e CRAs possuem imunidade tributária para os investidores, enquanto os FIDCs não têm esse benefício.
- os FIDCs atualmente são permitidos apenas para investidores qualificados e profissionais, enquanto CRI e CRA para todos os investidores.

O mercado de CRI e CRA, é um mercado grande e que continua crescendo, por ser um produto mais consolidado no mercado e acessado por todos os investidores. Já os FIDCs começaram a crescer mais recentemente, mas hoje já é o principal produto de securitização em volume (R\$), conforme retratado na Figura 36 – “Emissões de Securitização entre 2015 e out/2021”, mas os CRIs têm maior quantidade de operações, pois o mercado de construção é composto por empresas de menor porte, empresas regionais de pequeno e médio porte e que conseguem acessar o mercado vendendo os recebíveis dos seus projetos.

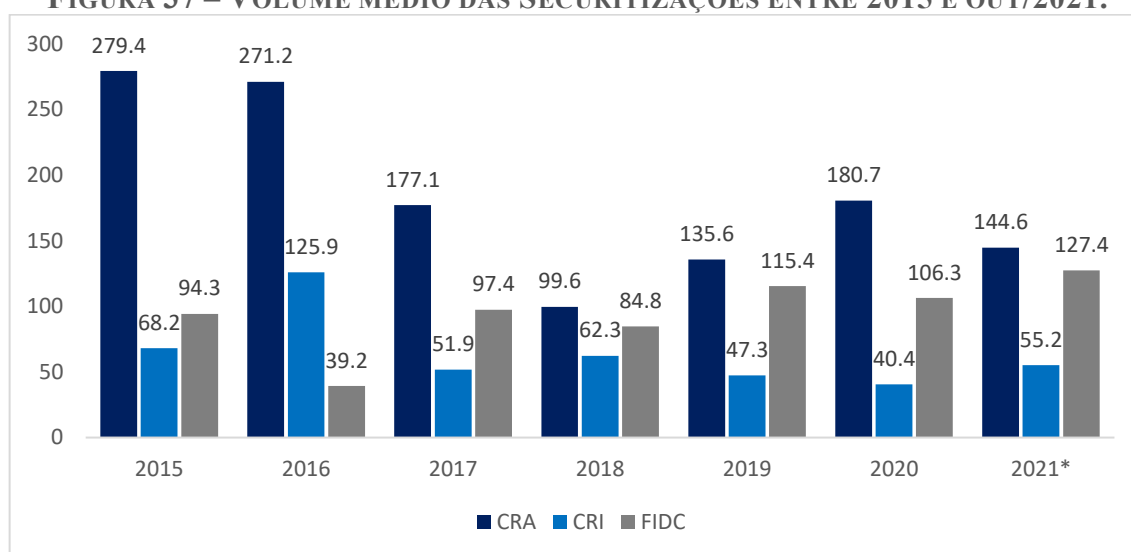
FIGURA 36 – EMISSÕES DE SECURITIZAÇÃO ENTRE 2015 E OUT/2021.



Fonte: Anbima (2021).

Conforme mencionado acima, o mercado vem crescendo nos últimos anos e outro movimento que tem ocorrido é a diminuição do valor médio das emissões, e isso ocorre porque o número de emissões tem aumentado, e empresas de menor porte conseguem acessar o mercado financeiro. A Figura 37 – “Volume médio das securitizações entre 2015 e out/2021” abaixo mostra como os CRIs tem um volume médio menor do que os outros tipos de emissão, consequência do maior número de emissões e empresas alcançadas (1771 emissores no período, número próximo ao de debêntures, enquanto os FIDC tiveram 1680 emissores e os CRAs 491 emissores).

FIGURA 37 – VOLUME MÉDIO DAS SECURITIZAÇÕES ENTRE 2015 E OUT/2021.



Fonte: Anbima (2021).

As securitizações possuem alto potencial de expansão ao mercado de emissões sustentáveis, devido a extensa classe de ativos que podem ser utilizados, e que estão muito alinhadas as classes mundiais, dado que o agronegócio é um mercado que tem alto potencial e que tem muitos pontos a trabalhar em relação as práticas sustentáveis, seja pelo uso de produtos que agredem o meio ambiente como com a emissão de gases poluentes. Mas esse mercado tem sido muito pouco utilizado, conforme mostrado anteriormente, apenas 27 emissões de securitização receberam selos de sustentáveis no período. Por isso é necessário que o governo, reguladores, empresas e bancos busquem formas e soluções para utilizarem essa classe que é importante para o mercado nacional.

5 COMENTÁRIOS E CONCLUSÕES:

Durante a construção do trabalho foi possível constatar o crescimento significativo do mercado de títulos ASG após a divulgação dos Princípios para emissão de títulos verdes do ICMA em 2014, e consequentemente com a divulgação dos princípios para emissão de títulos sociais, sustentáveis e ligados a metas sustentáveis, de acordo com o mencionado por Tolliver et al (2020), cumprindo com o primeiro objetivo do trabalho de avaliar o mercado de títulos ASG. O crescimento significativo das emissões está ligado a crescente discussão entre os países através das conferências climáticas que definem objetivos climáticos aos quais os países precisam atingir, e para isso eles necessitam do apoio das empresas instaladas em seu território, de acordo com o mencionado por Gianfrate & Peri (2019). Eles ainda demonstram que as empresas que utilizam de emissões ASG possuem menores custos nas emissões, entretanto esse ainda é um ponto em discussão tanto na academia como no mercado, com o surgimento do termo ‘greenium’ que sugere existir o prêmio para as emissões sustentáveis, mas ainda não há uma direção clara sobre o assunto, deixando o terceiro objetivo do trabalho como um tópico a ser abordado em trabalhos futuros, sendo este um dos principais fatores considerados em uma emissão.

O mercado de títulos ASG é um mercado auto regulado, ou seja, as emissões seguem princípios determinados por participantes do mercado financeiro global. Mas, isso não impede que cada país se adeque as emissões ASG aos instrumentos de dívida mais comuns em seus respectivos mercados, contudo, mantém-se as características internacionalmente aceitas para mercados títulos. No Brasil as empresas possuem pelo menos 9 instrumentos de dívidas para emissões ASG, conforme demonstrado no tópico 4.2.3, além de que um novo instrumento vem sendo estudado pela CVM junto ao mercado para emissões ASG, ainda que esse novo instrumento não seja criado, os instrumentos atuais são suficientes para o desenvolvimento do mercado nacional. Durante o estudo pode-se perceber que os instrumentos mais utilizados no país são as debêntures e os ‘bonds’ internacionais, cumprindo com o quarto objetivo do trabalho. Assim, espera-se que os títulos ASG continuem a ganhar importância, como mostrado no item 4, dado que os países emergentes ainda possuem baixa participação em relação ao mercado internacional, e que irão continuar a seguir a tendência dos mercados desenvolvidos.

O mercado internacional está mais desenvolvido em relação aos títulos ASG do que os mercados emergentes, mas isso não quer dizer que os países emergentes não tem se desenvolvido neste tipo de emissão. Como por exemplo, temos que o Chile é um dos principais emissores de títulos sociais, o Brasil também tem crescido o número de emissões ASG, mas

quando comparados aos países desenvolvidos ainda existe potencial para crescimento, até porque os títulos sociais surgiram no mercado europeu. Como reflexo do maior desenvolvimento do mercado externo em relação ao mercado brasileiro, é o número de empresas avaliadoras de emissões, o Brasil possui apenas 2 empresas, a Sitawi, muito utilizada no trabalho, e a Resultante. Como retratado no item 2.5 a experiência dos times avaliadores é fundamental para que os investidores utilizem os relatórios de segunda opinião, assim com o desenvolvimento do mercado de títulos ASG brasileiro, espera-se que surjam novas empresas focadas na avaliação das emissões e das empresas em relação aos critérios ASG.

O Brasil é um dos principais emergentes emissores de títulos ASG, e, atualmente, a CVM, principal regulador, está preocupada em incentivar e em buscar formas de melhorar o mercado brasileiro. Até outubro de 2021 ocorreram 173 emissões de títulos sustentáveis através de 9 instrumentos de dívida diferentes por 111 empresas. Isso mostra que o mercado brasileiro está tomando forma, mas também o potencial do país para crescer nesse mercado, dado que somente na bolsa de valores brasileira temos 400 empresas listadas, sem contar das empresas listadas em bolsas internacionais e das de capital fechado com registro na CVM que acessam o mercado de dívidas. Um ponto que pode ser um divisor de águas para os títulos ASG no Brasil, é discussão entre BNDES, CMV e Ministério da Economia, para a inclusão das emissões ASG na mesma regra das debêntures incentivadas, conforme relatado no tópico 4.2.2. que traz um benefício em relação ao imposto pago pelos investidores através do lucro recebido pelo investimento nas emissões, o que aumentaria o apetite dos investidores para esse tipo de emissão. Portanto, o país vem buscando formas de desenvolver e melhorar o mercado de títulos ASG, em linha com o mercado mundial. Assim, conclui-se o quinto objetivo do trabalho de avaliar as perspectivas futuras para o mercado de títulos ASG brasileiro.

Com a conclusão do estudo, ficam alguns pontos complementares a serem analisados, que são: porque os títulos ligados a meta sustentáveis superaram os títulos para o uso dos recursos em um projeto específico, como os títulos de transição irão se encaixar no mercado, dado que tiveram a primeira diretriz divulgada em 2020, por que as empresas brasileiras tem utilizado mais o mercado externo, como o mercado irá evoluir em relação as avaliações das emissões, dadas as discussões sobre ‘greenwashing’ nas emissões, isso criará maiores regulações ou o próprio mercado irá tirar esses casos, o estudo dos custos de uma emissão ASG em relação a uma emissão comum no país e se esse custo é compensado pela menor taxa de juros paga pela empresa, ou seja, se o ‘greenium’ é um fator existente.

REFERÊNCIAS:

- AGÊNCIA EPBR. **Cobertura de política para quem toma decisões no mercado de energia**. Disponível em: <https://epbr.com.br/emissao-de-titulos-sustentaveis-alcanca-recorde-de-us-700-bilhoes-em-2020/>. Acesso em: 19 jun. 2021.
- AGENDA 2030. **Homepage**. Disponível em: <http://www.agenda2030.org.br/>. Acesso em: 18 out. 2021.
- AVETISYAN, E.; HOCKERTS, K. The consolidation of the ESG rating industry as an enactment of institutional retrogression. **Business Strategy and the Environment**, Hoboken, p. 316–330, 2017.
- BACHELET, M. J.; BECCHETTI, L.; MANFREDONIA, S. The green bonds premium puzzle: the role of issuer characteristics and third-party verification. **Journal of Banking and Finance**, Amsterdam, 2019.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução nº 4.327, de 25 de abril de 2014**. Adoção do PRSA pelas instituições financeiras. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2014/pdf/res_4327_v1_O.pdf. Acesso em: 19 out. 2021.
- BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL (BNDES). **Green Bond**: relatório anual 2018. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/conhecimento/publicacoes/relatorios/relatorio-green-bonds>. Acesso em: 23 nov. 2021.
- BANK OF AMERICA. **Pesquisa**: geração Z e investimentos. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/onde-investir/zillennials-devem-mudar-investimentos-para-sempre-diz-bofa/>. Acesso em: 27 out. 2021.
- BRASIL. Governo Federal. **Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011**. Dispõe sobre a emissão de debêntures incentivadas. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/112431.htm. Acesso em: 4 dez. 2021.
- BRASIL. Ministério de Minas e Energia. **Energia renovável chega a quase 50% da matriz elétrica brasileira**. Disponível em: <https://www.gov.br/pt-br/noticias/energia-minerais-e-combustiveis/2021/08/energia-renovavel-chega-a-quase-50-da-matriz-eletrica-brasileira-1>. Acesso em: 27 dez. 2021.
- CAMPIGLIO, E. Beyond carbon pricing: the role of banking and monetary policy in financing the transition to a low-carbon economy. **Ecological Economics**, Amsterdam, v. 121, p. 220-230, 2016.
- CFA INSTITUTE. **ESG investing and analysis**. Disponível em: <https://www.cfainstitute.org/en/research/esg-investing>. Acesso em: 29 set. 2021.
- CLIMATE BONDS INITIATIVE. **Market data**. Disponível em: <https://www.climatebonds.net/market/data/>. Acesso em: 15 set. 2021.

CLIMATE TÍTULOS INITIATIVE. **About**. Disponível em:
<https://www.climatetítulos.net/about>. Acesso em: 25 out. 2021.

CLIMATE TÍTULOS INITIATIVE. **Certification standard v3**. Disponível em:
<https://www.climatetítulos.net/files/files/climate-títulos-standard-v3-20191210.pdf>. Acesso em: 26 out. 2021.

CLIMATE TÍTULOS INITIATIVE. **Market data**. Disponível em:
<https://www.climatetítulos.net/market/data/>. Acesso em: 18 nov. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Audiência pública SDM 08/20**: FIDCs verdes. Disponível em:
http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em: 23 out. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Audiência pública SDM 09/20**: tema ASG. Disponível em:
http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0920.html. Acesso em: 23 out. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução CVM nº 480/2019**. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>. Acesso em: 23 out. 2021.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. **Resolução nº 4.945, de 15 de setembro de 2021**. Adoção do PRSAC pelas instituições financeiras. Disponível em:
<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolução%20CMN&numero=4945>. Acesso em: 19 out. 2021.

EMPRESA DE PESQUISA ENERGÉTICA (EPE). **Matriz energética brasileira**. Disponível em: <https://www.epe.gov.br/pt/abcdenergia/matriz-energetica-e-eletrica>. Acesso em: 27 dez. 2021.

ESCRIG-OLMEDO, E.; FERNÁNDEZ-IZQUIERDO, M. Á.; FERRERO-FERRERO, I.; RIVERA-LIRIO, J. M.; MUÑOZ-TORRES, M. J. Rating the raters: evaluating how ESG rating agencies integrate sustainability principles. **Journal of Business Ethics**, Dordrecht, 2019.

EUROPEAN UNION. **Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)**. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R2088&from=EN>. Acesso em: 18 out. 2021.

FRIEDMAN, M. The social responsibility of business is to increase its profits. *In*: ZIMMERLI, W.C.; HOLZINGER, M.; RICHTER, K. (ed.). **Corporate ethics and corporate governance**. Heidelberg: Springer, 2007. p. 173–178.

GIANFRANCO, G.; PERI, M. The green advantage: exploring the convenience of issuing green bonds. **Journal of Cleaner Production**, Amsterdam, v. 219, p. 127–135, 2019.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1996.
 GLOBAL CARBON ATLAS. **CO₂ emissions**. Disponível em:
<http://www.globalcarbonatlas.org/en/CO2-emissions>. Acesso em: 27 dez. 2021.

GLOBAL FINANCIAL DATA. **The five eras of financial markets**. Disponível em:
<https://globalfinancialdata.com/the-five-eras-of-financial-markets>. Acesso em: 27 set. 2021.

GLOBAL REPORTING INITIATIVE (GRI). **About**. Disponível em:
<https://www.globalreporting.org/>. Acesso em: 4 out. 2021.

INTERNATIONAL CAPITAL MARKETS ASSOCIATION (ICMA). **About**. Disponível em:
<https://www.icmagroup.org/index.php/>. Acesso em: 25 out. 2021.

LABORATÓRIO DE INOVAÇÃO FINANCEIRA. **About**. Disponível em:
<https://www.labinovacaofinanceira.com/>. Acesso em: 23 out. 2021.

LOZANO, R. **A holistic perspective on corporate sustainability drivers**. Chichester: Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 2015.

MCKINSEY. **O que os consumidores da geração Z querem das marcas**. Disponível em:
<https://negociossc.com.br/blog/o-que-os-consumidores-da-geracao-z-querem-das-marcas>.
 Acesso em: 27 out. 2021.

MORNINGSTAR BRASIL. **Investimento sustentável atinge a maioria: uma linha do tempo**. Disponível em: <https://www.morningstarbr.com/br/news/200078/investimento-sustentavel-atinge-a-maioridade---uma-linha-do-tempo.aspx>. Acesso em: 5 fev. 2022.

NG, A. W. From sustainability accounting to a green financing system: institutional legitimacy and market heterogeneity in a global financial center. **Journal of Cleaner Production**, Amsterdam, v. 195, p. 858–892, 2018.

NUBANK. **O que é uma fintech**. Disponível em: <https://blog.nubank.com.br/fintech-o-que-e/>. Acesso em: 21 dez. 2021.

PORTAL TERRA. **Competitividade das empresas já depende do compromisso com questões ligadas à sustentabilidade**. Disponível em:
<https://www.terra.com.br/economia/competitividade-das-empresas-ja-depender-do-compromisso-com-questoes-ligadas-a-sustentabilidade,6259e68a61911cb5ce0c1c2326aabd7cjk1offuz.html>. Acesso em: 19 jun. 2021.

PRI – PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT. **About**. Disponível em:
<https://www.unpri.org/>. Acesso em: 6 out. 2021.

REBOREDO, J. C. Green bond and financial markets: co-movement, diversification and price spillover effects. **Energy Economics**, Amsterdam, p. 38–50, 2018.

SILVA, C. R. O. **Metodologia e organização do projeto de pesquisa: guia prático**. Fortaleza: CEFET, 2004.

SITAWI – Finanças do bem. **Emissões ESG de empresas brasileiras**. Disponível em: https://docs.google.com/spreadsheets/u/1/d/e/2PACX-1vRDp7Z82Qovj9VuupGGQGSiBi66hQPdRL5ucb6kZ80HyjtQtVjjtf7Qekh99_DVs2FRG-8ADHE05ASP/pubhtml#. Acesso em: 23 nov. 2021.

SUNO RESEARCH. **Definição de CAGR**. Disponível em: <https://www.suno.com.br/artigos/cagr/>. Acesso em: 27 dez. 2021.

SUSTAINABILITY ACCOUNTING STANDARDS BOARD (SASB). **About**. Disponível em: <https://www.sasb.org/>. Acesso em: 6 out. 2021.

SUSTAINABILITY. **Rate the raters 2020**: investors survey and interview results. Disponível em: <https://www.sustainability.com/globalassets/sustainability.com/thinking/pdfs/sustainability-ratetheraters2020-report.pdf>. Acesso em: 8 nov. 2021.

SUSTAINALYTICS. **About**. Disponível em: <https://www.sustainalytics.com/>. Acesso em: 8 nov. 2021.

TANG, M.; WALSH, G.; LERNER, D.; FITZA, M. A.; LI, Q. Green innovation, managerial concern and firm performance: an empirical study. **Business Strategy and the Environment**, Hoboken, p. 39–51, 2018.

TOLLIVER, C.; KEELEY, A. R.; MANAGI, S. Drivers of green bond market growth: the importance of nationally determined contributions to the Paris Agreement and implications for sustainability. **Journal of Cleaner Production**, Amsterdam, v. 244, p. 118643, 2020.

UBS. **3 razões para falar com os millennials sobre investimentos temáticos**. Disponível em: <https://www.ubs.com/global/en/wealth-management/insights/2019/millennials-and-thematic-investing.html>. Acesso em: 2 mar. 2022.

UBS. **More reasons to talk**: millennials and thematic investing. Disponível em: <https://www.ubs.com/global/en/wealth-management/insights/2019/more-reasons-to-talk.html>. Acesso em: 2 mar. 2022.

UNIÃO NACIONAL DA BIOENERGIA. **O que a sigla ESG quer dizer sobre uma empresa?** Disponível em: <https://www.udop.com.br/noticia/2021/09/01/o-que-a-sigla-esg-quer-dizer-sobre-uma-empresay.html>. Acesso em: 27 out. 2021.

WORLD COMMISSION ON ENVIRONMENT AND DEVELOPMENT. **Our common future: report of the world commission on environment and development**. Disponível em: <https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf>. Acesso em: 22 jan. 2022.

XIE, J.; NOZAWA, W.; YAGI, M.; FUJII, H.; MANAGI, S. Do environmental, social, and governance activities improve corporate financial performance? **Business Strategy and the Environment**, Hoboken, v. 28, p. 286–300, 2019.

XP INVESTIMENTOS. **A era do ESG:** investimentos e negócios além do lucro. Disponível em: <https://conteudos.xpi.com.br/aprenda-a-investir/relatorios/a-era-do-esg-investimentos-e-negocios-alem-do-lucro/>. Acesso em: 5 fev. 2022.

XP INVESTIMENTOS. **Esg.** Disponível em: <https://conteudos.xpi.com.br/esg/>. Acesso em: 27 out. 2021.