

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO



Pedro Bentz Maciel

***Sustainability-linked Bonds* e a relação com o grau de
maturidade da integração da agenda ASG na estratégia
corporativa**

Dissertação de Mestrado

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Geografia e Meio Ambiente da PUC Rio como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciência da Sustentabilidade (opção Profissional).

Orientador: Prof. José Tavares Araruna Jr

Coorientador: Prof. Paulo Durval Branco

Rio de Janeiro
Dezembro 2022



Pedro Bentz Maciel

***Sustainability-Linked Bonds* e a relação com o grau
de maturidade da integração da agenda ASG na estratégia
corporativa**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências da Conservação e Sustentabilidade, do Departamento de Geografia e Meio Ambiente da PUC-Rio Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo:

Prof. José Tavares Araruna Júnior

Orientador

Departamento de Engenharia Civil e Ambiental – PUC Rio

Prof. Paulo Durval Branco

Coorientador

Instituto Internacional para a Sustentabilidade

Prof. Celso Funcia Lemme

Universidade Federal do Rio de Janeiro

Prof. Renata Peregrino Brito

IAG – Escola de Negócios da PUC-Rio

Rio de Janeiro, 15 de dezembro de 2022

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem autorização da universidade, do autor e do orientador.

Pedro Bentz Maciel

Graduado em Engenharia de Produção na Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, em 2019. Admitido no Grupo Report, consultoria de sustentabilidade corporativa. em 2021, desenvolve trabalhos e projetos que auxiliam empresas de médio e grande porte na integração de aspectos ambientais, sociais e de governança em suas estratégias. Desde agosto de 2022 está encarregado por apoiar a entrada da Report no mercado de Finanças Sustentáveis, assumindo a função de coordenador dessa nova frente de negócios. Iniciou o mestrado em Ciência da Sustentabilidade em 2020.

Ficha Catalográfica

Maciel, Pedro Bentz

Sustainability-linked bonds e a relação com o grau de maturidade da integração da agenda ASG na estratégia corporativa / Pedro Bentz Maciel ; orientador: José Tavares Araruna Jr. ; coorientador: Paulo Durval Branco. – 2022.

125 f. : il. color. ; 30 cm

Dissertação (mestrado)—Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Geografia e Meio Ambiente, 2022.

Inclui bibliografia

1. Geografia e Meio Ambiente – Teses. 2. Sustentabilidade corporativa. 3. Finanças sustentáveis. 4. Sustainability-linked bonds. 5. Estratégia de negócios. 6. Títulos rotulados. I. Araruna Jr., José Tavares. II. Branco, Paulo Durval. III. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Geografia e Meio Ambiente. III. Título.

CDD: 910

Agradecimentos

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior – Brasil (CAPES)

Aos meus pais, Walter e Cristina, por tanto amor, carinho e apoio, sempre.

Ao meu irmão, Fábio, pelo companheirismo e por ser fonte de inspiração em produções acadêmicas.

A toda a minha família, pelo apoio, estímulo e inspiração.

Aos amigos, pelo suporte e compreensão da ausência pelos estudos.

Ao Paulo Durval Branco, por me despertar o interesse no tema, pelo incentivo, dedicação e contribuições de grande valor para este trabalho e minha vida profissional.

Ao José Araruna, pela confiança e por aceitar participar do encerramento desse ciclo.

A Renata Peregrino e ao Celso Lemme por aceitarem compor a banca de defesa.

Aos professores e colegas de turma desse mestrado, pela troca, crescimento e companheirismo, durante o difícil período de pandemia.

Aos colegas de trabalho, com os quais convivo diariamente, por toda confiança e apoio para que eu conseguisse concluir essa etapa.

A todos aqueles que trabalharam e trabalham para viabilizar e abrir caminhos que permitam as próximas gerações desfrutar de um planeta semelhante ao que desfrutamos.

Resumo

Maciel, Pedro Bentz; Júnior, José Tavares Araruna; Branco, Paulo Durval. ***Sustainability-linked bonds e a relação com o grau de maturidade da integração da agenda ASG na estratégia corporativa.*** RJ. Rio de Janeiro, 2022. 125p. Dissertação de Mestrado – Departamento de Geografia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

O atual contexto de crise ambiental e social, explicitado pelo Fórum Econômico Mundial, que identificou que dos dez maiores riscos para a humanidade nos próximos dez anos, oito são ambientais ou sociais, demanda ações urgentes e de larga escala para viabilizar uma transição dos sistemas socioeconômicos a um estado de menor degradação ambiental e maior inclusão social. Um aspecto essencial para viabilizar essa transição é a criação de instrumentos financeiros capazes de mobilizar capital para ativos que representem adicionalidade socioambiental, como os *sustainability-linked bonds*, que apresentam a maior taxa de crescimento entre os títulos rotulados (GSSS+ Bonds). Estes títulos representam oportunidades para as empresas que já galgaram maturidade na agenda da sustentabilidade acessar benefícios diferenciados frente a emissões normais. Este trabalho busca analisar as características das operações de *sustainability-linked bonds* envolvendo empresas brasileiras, a partir de uma análise ampla de vinte e nove emissões e de dois estudos de caso emblemáticos, um que teve repercussão positiva e outro negativa. O objetivo foi entender a relação que o acesso a esse tipo de instrumento diferenciado tem com o grau de maturidade da estratégia de sustentabilidade. Busca também avaliar os riscos e controvérsias inerentes a essas operações. O estudo identificou que a emissão de SLBs se dá majoritariamente por empresas já iniciadas na agenda da sustentabilidade, onde empresas com menor maturidade estão mais vulneráveis a controvérsias, por outro lado, apresentam uma evolução mais expressiva em suas práticas do que aquelas mais maduras, que são menos vulneráveis a riscos em suas operações.

Palavras-chave

Sustentabilidade Corporativa; Finanças Sustentáveis; Sustainability-linked bonds; Estratégia de negócios; Títulos rotulados.

Abstract

Maciel, Pedro Bentz; Júnior, José Tavares Araruna; Branco, Paulo Durval. ***Sustainability-linked bonds and the relationship with the maturity of the integration of the ESG agenda in the corporate strategy.*** RJ. Rio de Janeiro, 2022. 125p. Masters Dissertation – Departamento de Geografia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

The current context of environmental and social crisis, explained by the World Economic Forum, which identified that of the ten greatest risks for humanity in the next ten years, eight are environmental or social, demands urgent and large-scale actions to enable a transition of socioeconomic systems to a state of less environmental degradation and greater social inclusion. An essential aspect to make this transition possible is the creation of financial instruments capable of mobilizing capital for assets that represent socio-environmental additionality, such as sustainability-linked bonds, which have the highest growth rate among labeled bonds (GSSS+ bonds). These bonds represent opportunities for companies that have already reached maturity in the sustainability agenda to access differentiated benefits compared to normal issuances. This work seeks to analyze the characteristics of sustainability-linked bond operations involving Brazilian companies, based on a broad analysis of twenty-nine issues and two emblematic case studies, one that had a positive repercussion and the other a negative one. The objective was to understand the relationship that access to this type of differentiated instrument has with the degree of maturity of the sustainability strategy. It also seeks to assess the risks and controversies inherent to these operations. The study identified that the issuance of SLBs occurs mostly by companies that have already started in the sustainability agenda, where companies with less maturity are more vulnerable to controversies, on the other hand, they present a more expressive evolution in their practices than those more mature, who are less vulnerable to risk in their operations.

Keywords

Corporate sustainability; Sustainable finance; Sustainability-linked bonds; Business strategy; Labeled bonds.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	1
1.1 Objetivo geral	7
1.2 Perguntas norteadoras.....	7
2 SUSTENTABILIDADE CORPORATIVA	8
2.1 Evolução da agenda da sustentabilidade corporativa	8
2.2 Riscos para o setor privado.....	14
2.3 Evolução do entendimento do papel social das empresas	16
2.4 Integrando sustentabilidade à estratégia	21
2.5 Materialidade	24
2.6 Estratégia ASG e acesso a recursos	25
3 FINANÇAS SUSTENTÁVEIS.....	27
3.1 Sustentabilidade e o mercado financeiro	27
3.2 Sustainability-Linked Bonds	34
3.3 Atores do mercado de SLBs	37
3.4 Racionais por trás das emissões.....	37
3.4.1 Custo de capital.....	37
3.4.2 <i>Greenwashing</i>	39
3.4.3 Sinalização para o mercado	41
3.5 <i>Sustainability-linked bonds</i> e o equilíbrio entre os interesses de diferentes perfis de investidores	42
3.6 Cenário do mercado de <i>Sustainability-Linked Bonds</i> e projeções e tendências	44
4 EMISSÕES DE SUSTAINABILITY-LINKED BONDS DE EMPRESAS BRASILEIRAS.....	49
4.1 Cenário América Latina e emissões brasileiras	49
4.2 Mercado nacional x internacional.....	51

4.3 Perfil dos indicadores usados nas operações de <i>sustainability-linked bonds</i>	51
4.4 Perfil de sustentabilidade das empresas emissoras	54
5 ESTUDOS DE CASO	60
5.1 Suzano.....	64
5.1.1 Perfil de sustentabilidade	64
5.1.2 Histórico frente a agenda de sustentabilidade.....	67
5.1.3 Análise da emissão de <i>sustainability-linked bonds</i>	69
5.1.4 Repercussão da operação entre os atores do mercado financeiro e da mídia especializada.....	76
5.1.5 Influência no perfil de sustentabilidade da companhia.....	77
5.2 Via.....	78
5.2.1 Perfil de sustentabilidade	78
5.2.2 Histórico frente a agenda de sustentabilidade.....	82
5.2.3 Análise da emissão de <i>sustainability-linked bonds</i>	83
5.2.4 Influência no perfil de sustentabilidade da companhia.....	91
5.3 Suzano x Via.....	92
6 CONCLUSÕES	93
7 REFERÊNCIAS	97

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Modelo que representa os 9 processos que regulam a estabilidade e resiliência do sistema terrestre e seus respectivos limites.	2
Figura 2: Resultado de pesquisa conduzida pelo WEF que identificou os riscos percebidos como de maior severidade em uma escala global ao longo dos próximos 10 anos.....	10
Figura 3: Porcentagem da perda de renda por quintil devido a COVID-19 nos anos de 2020 e 2021.....	12
Figura 4: Framework da Economia Donut que combina um teto ambiental, inspirado nos limites planetários de Rockström (2009) à uma fundação social, que representa o que seria um espaço justo e seguro para a humanidade.....	13
Figura 5: Modelo da pirâmide de Responsabilidade Social Corporativa que representa suas 4 formas de responsabilidade.	18
Figura 6: Modelo que representa a geração de valor sustentável no presente e futuro a partir da atuação em 4 quadrantes..	20
Figura 7: Diferença entre a abordagem de uma empresa que atua sob a lógica da Responsabilidade Social Corporativa (da sigla em inglês CSR) e de uma que atua buscando criar Valor Compartilhado (da sigla em inglês CSV)..	21
Figura 8: Cruzamento das abordagens dos artigos “ <i>Performance Frontier</i> ” e “ <i>Sustainability Incorporated</i> ” para melhoria do desempenho financeiro através de estratégia de sustentabilidade.....	23
Figura 9: Evolução em bilhões de dólares das emissões de títulos de dívida com atributos socioambientais, diferenciadas pelos 4 principais rótulos.....	32
Figura 10: Evolução da representatividade dos títulos rotulados no mercado de dívida global.	32
Figura 11: Diferentes tipos de títulos de dívida com rótulos de sustentabilidade por tipo de estrutura, parâmetros e função dos indicadores.....	33
Figura 12: Representação do mecanismo típico de um SLB. O <i>step-up</i> do <i>coupon</i> é a forma mais usual de se estruturar a operação.....	36
Figura 13: Percentual de participação em emissões de <i>Sustainability-Linked Bonds</i> no ano de 2021 separados por tipo de organização.	46

Figura 14: Montante em milhões de dólares movimentado em emissões de <i>Sustainability-Linked Bonds</i> separados por regiões do mundo.	47
Figura 15: Percentual de participação em emissões de <i>Sustainability-Linked Bonds</i> no ano de 2021 separados por setores da economia.	47
Figura 16: Representação dos elementos esperados de uma estratégia de descarbonização robusta de acordo com o CBI.	48
Figura 17: Representatividade de cada categoria de emissão rotulada no mercado e crédito sustentável da América Latina em 2021.	49
Figura 18: Método de avaliação da gestão de riscos e oportunidades relacionadas a questões ESG do MSCI ESG Ratings.	55
Figura 19: Framework para avaliação do nível de maturidade quanto a integração de sustentabilidade à governança corporativa.	62
Figura 20: Representação gráfica da avaliação do autor sobre a estratégia de sustentabilidade da Suzano.	66
Figura 21: Representação gráfica da avaliação do autor sobre as práticas de governança para sustentabilidade da Suzano.	67
Figura 22: Representação gráfica da avaliação do autor sobre o histórico na agenda da sustentabilidade da Suzano.	69
Figura 23: Trajetória da intensidade de emissões de GEE da Suzano entre o <i>baseline</i> de 2015, a meta vinculada ao SLB e a meta de 2030 da estratégia de sustentabilidade.	73
Figura 24: Trajetórias de redução da intensidade de emissões de GEE frente ao Acordo de Paris para o setor de papel e celulose.	74
Figura 25: Representação gráfica da avaliação do autor sobre o nível de adicionalidade socioambiental ocasionado pela operação da Suzano.	76
Figura 26: Representação gráfica da avaliação do autor sobre o tom da repercussão da operação entre os atores do mercado financeiro e da mídia especializada ocasionado pela operação da Suzano.	77
Figura 27: Representação gráfica da avaliação do autor sobre o nível de avanço no perfil de sustentabilidade após a operação da Suzano.	78
Figura 28: Representação gráfica da avaliação do autor sobre o nível de maturidade da estratégia de sustentabilidade da Via.	80
Figura 29: Representação gráfica da avaliação do autor sobre as práticas de governança para a sustentabilidade da Via.	81

Figura 30: representação gráfica da avaliação do autor sobre o histórico na agenda da sustentabilidade da Via..... 83

Figura 31: Representação gráfica da avaliação do autor sobre o nível de adicionalidade socioambiental ocasionado pela operação da Via. 90

Figura 32: Representação gráfica da avaliação do autor sobre o tom da repercussão da operação entre os atores do mercado financeiro e da mídia especializada ocasionado pela operação da Via. 90

Figura 33: Representação gráfica da avaliação do autor sobre o nível de avanço no perfil de sustentabilidade após a operação da Via..... 91

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Comparativo demonstrando o crescimento exponencial do mercado de <i>sustainability-linked bonds</i> entre o ano de 2020 e 2021..	45
---	----

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Lista das empresas brasileiras que emitiram títulos de dívida atrelados a metas de sustentabilidade..	50
Quadro 2: Perfil dos indicadores relacionados as mudanças climáticas utilizados nas emissões de <i>sustainability-linked bonds</i> por empresas brasileiras.	52
Quadro 3: Perfil dos indicadores relacionados as mudanças climáticas utilizados nas emissões de <i>sustainability-linked bonds</i> por empresas brasileiras.	53
Quadro 4: Perfil dos indicadores sociais utilizados nas emissões de <i>sustainability-linked bonds</i> por empresas brasileiras.	54
Quadro 5: Desempenho das empresas do universo amostral que estão presentes na ferramenta ESG Ratings & Climate Search e comparação, quando existente, ao perfil da adesão à metodologia SBTi para definição de metas de redução de GEE baseadas em ciência.	58
Quadro 6: Cruzamento entre as 21 empresas emissoras de SLBs no Brasil e critérios de reconhecimento da atuação na agenda ESG por índices e a aderência à fóruns e padrões de mercado.	59
Quadro 7: Critérios para os níveis de classificação utilizados para avaliação da maturidade da estratégia de sustentabilidade do emissor analisado.	61
Quadro 8: Critérios para os níveis de classificação utilizados para avaliação do histórico na agenda da sustentabilidade do emissor analisado.	62
Quadro 9: Critérios para os níveis de classificação utilizados para avaliação do nível de adicionalidade socioambiental ocasionado pela operação analisada.	62
Quadro 10: Critérios para os níveis de classificação utilizados para avaliação do avanço no perfil de sustentabilidade do emissor ocasionado pela operação analisada.	63
Quadro 11: Critérios para os níveis de classificação utilizados para avaliação da repercussão da operação entre os atores do mercado financeiro e da mídia especializada.	63
Quadro 12: MSCI ESG <i>Industry Materiality Map</i> para os setores de Produtos Florestais e Produtos de Papel.	71

Quadro 13: Questões materiais (indicadas em negrito) para a indústria de Produtos de Celulose e Papel segundo a ferramenta <i>Materiality Finder</i> do SASB.	72
Quadro 14: Questões materiais (indicadas em negrito) para a indústria de Gestão Florestal segundo a ferramenta <i>Materiality Finder</i> do SASB.	72
Quadro 15: MSCI ESG Industry Materiality Map para os setores de eletrodomésticos, varejo de móveis e mobiliário doméstico.	86
Quadro 16: Questões materiais (indicadas em negrito) para a indústria de Fabricação de eletrodomésticos segundo a ferramenta <i>Materiality Finder</i> do SASB.	87
Quadro 17: Questões materiais para a indústria (indicadas em negrito) Produtos de construção e móveis segundo a ferramenta <i>Materiality Finder</i> do SASB.	87
Quadro 18: Representação das avaliações conduzidas pelo autor ao longo dos estudos de caso.	92

LISTA DE ABREVIações E SÍMBOLOS

- **CBI:** *Climate Bonds Initiative*
- **CSR:** *Corporate Social Responsibility*
- **ESG:** *Environmental, Social and Governance*
- **GRI:** *Global Reporting Initiative*
- **IBGC:** Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
- **ICMA:** *International Capital Market Association*
- **IPCC:** *Intergovernmental Panel on Climate Change*
- **ISE:** Índice de Sustentabilidade Empresarial
- **KPI:** *Key Performance Indicator*
- **ODS:** Objetivos do Desenvolvimento Sustentável
- **ONU:** Organização das Nações Unidas
- **SASB:** *Sustainability Accounting Standards Board*
- **SBTi:** *Science-based Targets initiative*
- **SLB:** *Sustainability-linked bonds*
- **SLBP:** *Sustainability-linked bonds Principles*
- **SPO:** *Second Party Opinion*
- **SPT:** *Sustainability Performance Target*
- **TCFD:** *Task Force on Climate Related Financial Disclosures*
- **TNFD:** *Task Force on Nature Related Financial Disclosures*
- **UNEP:** *United Nations Environmental Program*
- **WEF:** *World Economic Forum*

1 INTRODUÇÃO

A Grande Aceleração da economia mundial ao longo dos últimos 70 anos trouxe uma experiência sem precedentes de aumento da produção, consumo e recursos disponibilizados à sociedade humana. A população mundial cresceu de 2,5 bilhões em 1950 para cerca de 8 bilhões atualmente (Worldometer, 2022). De forma paralela, a pessoa média se tornou 2.4 vezes mais rica e vive 25 anos a mais do que em 1950 (WEF, 2020). No entanto, esse progresso econômico e de bem-estar não foi distribuído de forma homogênea. Pelo contrário, o que se observa são desigualdades crescentes, onde a riqueza gerada se concentra nas classes mais altas, não alcançando os mais pobres. Além disso, a Grande Aceleração acarretou profundos impactos nos sistemas naturais, como a aceleração sem precedentes nas taxas de extinção de espécies, o aumento da concentração de gases de efeito estufa na atmosfera e o colapso de ecossistemas críticos para a manutenção da vida (WEF, 2020). Atualmente, entre os nove limites planetários introduzidos por Rockström et al. (2009) (Figura 1), que representam processos que regulam a estabilidade e resiliência do sistema terrestre, cinco já foram ultrapassados: Novas entidades, Integridade da biosfera, Mudança no uso do solo, Mudanças climáticas e Fluxos biogeoquímicos (Nitrogênio e Potássio). Esses impactos e os riscos que eles trazem para os sistemas econômicos e para o bem-estar das pessoas não possuem soluções simples e exigem transformações profundas na forma de se estruturar a atividade econômica.

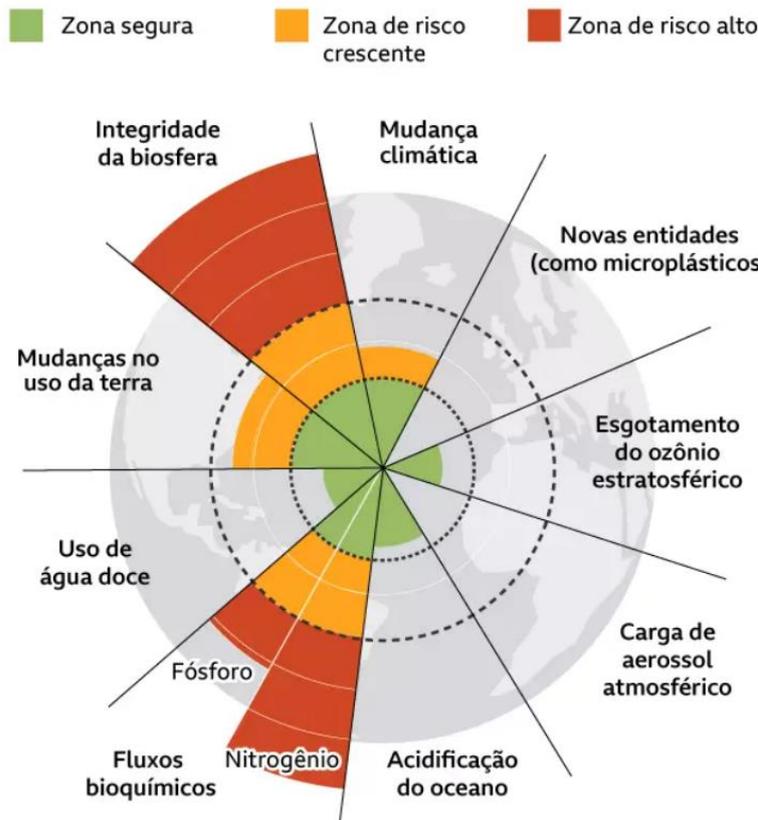


Figura 1: Modelo que representa os 9 processos que regulam a estabilidade e resiliência do sistema terrestre e seus respectivos limites. Fonte: Stockholm Resilience Centre, 2022.

Perseguir a mesma estratégia que resultou essa situação enquanto se espera por resultados diferentes é altamente questionável. A viabilização de um futuro próspero, onde a atividade econômica respeite os limites planetários e permita que a riqueza gerada seja distribuída de forma mais eficiente, de modo a habilitar que mais pessoas tenham condições de usufruir de uma vida digna, vai depender do engajamento de diversos atores de todos os setores da sociedade. Os próximos anos vão ser cruciais para determinar o sucesso ou o fracasso dessa empreitada.

O setor privado é amplamente considerado como sendo uma engrenagem chave do crescimento econômico. Porém esse poder não vem sem consequências. Estudos apontaram que apenas 100 empresas foram responsáveis por 71% das emissões de gases de efeito estufa industriais desde 1988, além da contínua atividade de *lobby* realizada por alguns setores onde ainda hoje se busca travar avanços regulatórios progressistas nas esferas ambiental e social (IISD, 2021). A partir desse contexto, se sedimenta o entendimento da necessidade de se internalizar na atividade econômica a preocupação com aspectos socioambientais, para além dos financeiros. Organizações que buscam sair do paradigma onde essas questões são tratadas

como acessórias e desvinculadas com o negócio para um que busque integrá-las transversalmente às operações são cada vez mais numerosas, esse movimento não ganhou tração somente por boa vontade ou consciência coletiva. A entrada do mercado financeiro e instituições financeiras na agenda da sustentabilidade, representada pela sigla ESG (a sigla ESG advém da língua inglesa para abreviar *Environmental, Social and Governance*, em português, ASG, de Ambiental, Social e Governança), possibilitou que muitos tomadores de decisão passassem a ter um olhar mais pragmático acerca dos benefícios que podem ser acessados a partir do avanço na agenda da sustentabilidade e conferiu mais clareza sobre quais aspectos são importantes de serem monitorados e geridos ativamente (Eccles & Klimenko, 2019). Alguns dos principais vetores para esse movimento foram o entendimento dos riscos que os aspectos socioambientais conferem à capacidade dos ativos gerarem valor e pela crescente demanda de investidores “pessoas físicas” por produtos que refletissem seus valores. Esse cenário motivou, por parte das empresas, um grande aumento na busca pela integração de aspectos socioambientais às operações, muito por conta da percepção de que estavam perdendo oportunidades de acesso a capital (OCDE, 2021). Portanto, diretores e conselheiros passaram a se mobilizar para entender as melhores formas de incorporar às suas estratégias questões ambientais, sociais e de governança.

Paralelamente a esse movimento, esforços no campo das finanças buscaram criar instrumentos financeiros com o intuito de alinhar incentivos econômicos a resultados positivos para a natureza e sociedade, de modo a viabilizar a transição dos sistemas socioeconômicos (Maltais et al., 2020). Um dos instrumentos financeiros que vem ganhando cada vez mais relevância no mercado são os títulos de dívida com atributos de sustentabilidade (Moody’s, 2022). O primeiro título com essas características foi um *Green Bond* emitido em 2007 pelo Banco Europeu de Investimento, sob o rótulo *Climate Awareness Bond*, como um título estruturado com recursos dedicados a projetos de energia renovável e eficiência energética (IFC, 2016). Desde então, o número de operações de emissão de títulos de dívida com atributos socioambientais tem crescido de forma exponencial ano após ano, tendo movimentado aproximadamente US\$ 992 bilhões em 2021 e com previsão de atingir US\$1.35 trilhão em 2022 (Moody’s, 2022). Esse tipo de operação tem atraído a atenção de empresas, visto que, por meio delas é possível captar recursos para que avanços em aspectos socioambientais sejam feitos, além de demonstrar aos

stakeholders compromisso real com a agenda de sustentabilidade, entre outros benefícios quando comparados a um título convencional. A variedade de instrumentos de dívida que podem ser rotulados como sustentáveis também vem crescendo, além dos *green bonds*, destacam-se também os *social, sustainability e sustainability-linked bonds* (também utiliza-se a sigla SLB para representar esse tipo de instrumento). Sendo os SLBs aqueles que apresentam a maior taxa de crescimento atualmente (Environmental Finance, 2022).

No entanto, como se pode perceber, tanto o movimento pela integração de aspectos socioambientais nos negócios quanto o dos títulos “sustentáveis” são recentes, encontrando-se ainda em fase de ganho de maturidade. Pucker (2021), em seu artigo “*The Trillion Dollar Fantasy*”, discorre sobre a evolução da agenda ESG em cinco atos de uma maneira didática:

- **Ato I:** As empresas acordam para sua responsabilidade em relação aos crescentes desafios sociais e ambientais.
- **Ato II:** A academia cria pesquisas ao redor do tópico.
- **Ato III:** Agências de *rating*, provedores de índices, empresas de dados, consultores e outras instituições financeiras correm para criar produtos ESG, destacando a oportunidade para empresas e investidores entregarem boa performance financeira e impacto social e ambiental. É o ganha-ganha definitivo.
- **Ato IV:** Investidores e outros atores lentamente reconhecem que o investimento ESG, como praticado hoje, provavelmente não vai levar a melhor performance financeira e, na maior parte das vezes, não leva em consideração o impacto planetário.
- **Ato V:** Um novo despertar para as oportunidades e limites do investimento como forma de resolver os desafios sociais e ambientais.

Ainda segundo Pucker (2021), o cenário atual se localiza no intervalo entre o Ato III e o Ato IV, onde torna-se claro que o exagero com que a proposta de ganha-ganha, como colocada no artigo “*The Investor Revolution*” (Eccles & Klimenko, 2019), pode estar servindo como distração para o trabalho necessário para a transição dos sistemas socioeconômicos.

Por conta desse atual cenário, é comum ouvir controvérsias sobre operações rotuladas como sustentáveis. As críticas variam de acordo com o tipo de operação.

Quando são baseadas no uso de recursos (como é o caso dos *green, social e sustainability bonds*), comumente o escrutínio se dá sobre o real impacto e adicionalidade socioambiental do projeto escolhido para ser financiado. Já quando são baseadas em desempenho ESG (como é o caso dos *sustainability-linked bonds*, ou SLBs), o escrutínio se volta para a falta de materialidade e ambição das metas para o contexto da companhia emissora do título. O objetivo sempre acaba sendo evitar o *greenwashing*¹, termo utilizado para caracterizar quando a sustentabilidade fica somente na comunicação e os impactos positivos são dúbios. Portanto, se torna fundamental a existência de critérios, diretrizes e taxonomias que levem em consideração o conhecimento científico e os impactos nos limites planetários e na sociedade. A efetividade da agenda vai depender em grande parte do comprometimento e da profundidade das trajetórias de transição estabelecidas pelos atores envolvidos.

Tendo isso em vista, o presente trabalho se propôs a investigar a forma com que a rotulação da emissão desses títulos de dívida, especificamente os baseados em desempenho ESG, ou *sustainability-linked bonds*, se relaciona com a maturidade da estratégia de sustentabilidade das organizações emissoras. Entende-se uma organização como madura quando ela tem uma integração profunda entre a estratégia de negócios e a de sustentabilidade (Mosher & Smith, 2015). Dessa forma, se torna mais natural para a organização buscar sinergias entre sua atuação e os grandes desafios da agenda da sustentabilidade, assim se posicionando como um ator importante na busca pela viabilização da transição dos sistemas socioeconômicos. Parte-se da premissa que, devido à urgência do atual cenário, um instrumento financeiro só deveria ser rotulado como algo que contribui para a transição se de fato ele está facilitando o fluxo de capital para ativos que apresentem a devida adicionalidade socioambiental à luz da ciência da sustentabilidade, e não para que uma organização realize *greenwashing*. Portanto, o maior entendimento da forma com que estratégia de sustentabilidade e acesso a capital se relacionam é de grande valia para embasar as vantagens de se integrar aspectos socioambientais no negócio, identificar brechas nas atuais diretrizes que norteiam essas operações e ter um

¹ O *greenwashing* ocorre quando uma empresa promove e divulga iniciativas favoráveis ao meio ambiente, mas opera de uma maneira oposta ou muito aquém ao objetivo propagado de suas iniciativas. Também pode ser interpretado como o processo de transmitir uma falsa impressão ou realizar uma alegação infundada que tem o intuito de enganar clientes a pensarem que os produtos/serviços da empresa são ambientalmente amigáveis (Investopedia, 2022).

diagnóstico da real contribuição para a agenda da sustentabilidade que as emissões desses títulos conferem.

Para a atuação profissional do autor, a temática proposta é extremamente relevante, visto que, entre suas responsabilidades está o desenvolvimento de estratégias para a integração de questões sociais, ambientais e de governança às operações de médias e grandes empresas. Além disso, a presente pesquisa motivou o autor a contribuir ativamente para que a empresa em que trabalha buscasse se posicionar dentro do mercado das finanças sustentáveis, movimento que está em curso. O trabalho realizado proporcionou o aumento do entendimento da conexão que o acesso a financiamentos rotulados como sustentáveis tem com o grau de implementação de boas práticas de sustentabilidade nas empresas emissoras. Isso é feito a partir de revisão bibliográfica que perpassa os principais marcos e autores que buscaram compreender a evolução da agenda da sustentabilidade entre as empresas e os atores do mercado financeiro. Após essa revisão o autor traz um panorama do mercado de títulos de dívida rotulados no mundo e no Brasil, fazendo uma análise do perfil de sustentabilidade das empresas brasileiras que realizaram emissões de SLBs. Por fim, utiliza-se dois casos emblemáticos, das emissões da Suzano e da Via, para exemplificar a forma com que o acesso a instrumentos financeiros rotulados como sustentáveis se relacionam com a maturidade da estratégia ASG das empresas emissoras. Esses casos foram escolhidos pois representam a emissão de uma empresa que é pioneira no acesso a títulos rotulados e possui alto grau de maturidade em sua estratégia de sustentabilidade, que é a Suzano, e a emissão de uma empresa que à época ainda estava começando a estruturar sua estratégia, que é o caso da Via, e que era cercada de expectativa pois foi a primeira emissão destinada ao mercado nacional. Para avaliar a maturidade da estratégia das empresas, observou-se a existência de metas específicas frente aos temas materiais e a transparência conferida ao desempenho frente a essas metas, além das práticas de governança para sustentabilidade. Entende-se que os casos ilustram essa relação entre acesso a financiamentos rotulados e maturidade da estratégia pois foi possível observar a partir deles as diferentes características e consequências das emissões para as empresas, que foram recebidas pelos atores do mercado de finanças sustentáveis de formas distintas.

A partir do contexto até aqui apresentado, são os seguintes o objetivo geral e as perguntas norteadoras que guiaram o autor:

1.1 Objetivo geral

O objetivo da pesquisa é elucidar a maneira com que a emissão de *sustainability-linked bonds* se relaciona com o nível de integração de sustentabilidade na estratégia das empresas emissoras.

1.2 Perguntas norteadoras

- Quais os principais indutores da integração de sustentabilidade na estratégia das empresas?
- Como identificar os diferentes níveis em que se dá essa integração?
- O que são títulos de dívida associados a práticas socioambientais?
- O que pode ser considerado como uma emissão de título de dívida associada a práticas socioambientais, à luz das diretrizes propostas no campo das finanças sustentáveis?
- Até que ponto essas emissões de título de dívida estão ancoradas em estratégias de sustentabilidade consistentes, por parte das empresas emissoras?
- Quais são os aspectos controversos dessas operações de emissão de títulos de dívida, que podem comprometer sua credibilidade e devem ser evitados?

2 SUSTENTABILIDADE CORPORATIVA

Nesse capítulo realiza-se uma revisão bibliográfica sobre o avanço da agenda da sustentabilidade entre as empresas e o contexto que estimulou essa evolução. O foco é destacar e analisar artigos influentes que ditaram o entendimento do que seria o papel social das organizações. Primeiro discorre-se sobre os fatores e cenários que as estimularam a agir, com especial atenção aos riscos que a degradação ambiental e os problemas sociais conferem à capacidade das organizações de gerar valor. Por fim, busca-se elucidar a compreensão atual do que seria uma estratégia de sustentabilidade madura.

2.1 Evolução da agenda da sustentabilidade corporativa

Ao longo da história, a humanidade teve que lidar com restrições ambientais a níveis locais e regionais, onde algumas sociedades lidaram com esses desafios de forma mais eficiente que outras (Costanza *et al.*, 2006; Sörlin & Warde, 2009). Mais recentemente, sociedades industriais recorrentemente utilizavam cursos de água locais e outras áreas como depósitos para seus rejeitos e efluentes de processos industriais (Steffen *et al.* 2015). Essas dinâmicas levaram a uma degradação da qualidade e estabilidade ambiental e regional, ameaçando minar o progresso realizado ao longo da industrialização por conta dos danos à saúde humana e a degradação dos ecossistemas. Muitas vezes isso levou a introdução de fronteiras/limites regionais sobre o que poderia ser emitido ou lançado no meio ambiente (p.e. químicos que poluem cursos de água), e quanto o meio ambiente poderia ser alterado por modificações diretas dos humanos (uso e cobertura de terra em ecossistemas naturais) (Bishop, 1978).

As questões regionais continuam, mas agora amplificadas a nível planetário onde a magnitude dos desafios é substancialmente diferente. Os empreendimentos humanos cresceram de forma tão dramática desde meados do século 20 (Steffen, 2007) que a relativamente estável época do Holoceno, com duração de 11700 anos, o único estado do planeta que com certeza é capaz de suportar as sociedades humanas contemporâneas, está sendo desestabilizada (Steffen *et al.*, 2004; IPCC, 2021). O fato é que já tem sido proposta a existência de uma nova era geológica, o Antropoceno (Crutzen, 2002).

O princípio da precaução sugere que não seria prudente por parte das sociedades humanas levar o sistema terrestre substancialmente para longe de uma condição

similar ao Holoceno. Uma trajetória contínua para longe do Holoceno pode levar, com uma não confortável alta probabilidade, a um estado bem diferente do sistema terrestre, um que provavelmente será muito menos hospitaleiro para a prosperidade das sociedades humanas. (IPCC, 2021; Richardson, *et al.* 2011). O *framework* dos Limites Planetários, apresentado na Figura 1 (Rockström, *et al.* 2009) aponta para um espaço de operação seguro para o desenvolvimento e a prosperidade humana. Rockström (2009) e sua equipe fazem isso a partir da proposição de fronteiras para a perturbação antropogênica de processos críticos para o sistema terrestre. Foram identificados 9 processos, onde cada um está claramente sendo modificado por ações humanas e possui papel central na manutenção da estabilidade e resiliência do sistema terrestre. Respeitar essas fronteiras irá reduzir substancialmente o risco de se gerar mudanças ambientais abruptas e irreversíveis em larga escala. (Steffen, *et al.* 2015). Como se pode observar na Figura 1, a humanidade já ultrapassou 5 dos 9 limites planetários definidos (Persson, *et al.* 2022; Rockström, *et al.* 2015).

O distúrbio desses processos, que trouxe as sociedades humanas até o atual estado de avanço frente ao que se considera como seguro para a resiliência do planeta, ocorre paralelamente e de forma correlata a disseminação do capitalismo como regime hegemônico e o avanço das sociedades industriais (Clark & York, 2005), que ganhou escala exponencial no século XX. Por muito tempo os alertas sobre os potenciais perigos a vida humana que tais distúrbios conferem ficaram restritos a um público mais restrito, de especialistas e ambientalistas. No entanto, atualmente, até grandes atores do capitalismo têm alertado e colocado grande ênfase na gravidade da situação que está se apresentando. O relatório *Global Risks Report 2022*, produzido pelo Fórum Econômico Mundial (2022) (sigla em inglês WEF), apresenta um diagnóstico sobre as questões mais latentes ao realizar uma pesquisa com especialistas em riscos e líderes mundiais empresariais, governamentais e da sociedade civil. Na pesquisa pergunta-se aos respondentes os riscos percebidos como de maior severidade em uma escala global ao longo dos próximos 10 anos. São examinados riscos entre 5 categorias: econômico, ambiental, geopolítico, social e tecnológico. Há 14 anos, em 2008, apenas 1 risco de perfil social ou ambiental aparecia entre os 5 primeiros colocados, que era o de uma pandemia. Atualmente, as 8 primeiras colocações são dominadas por riscos socioambientais, como pode-se observar na Figura 2.

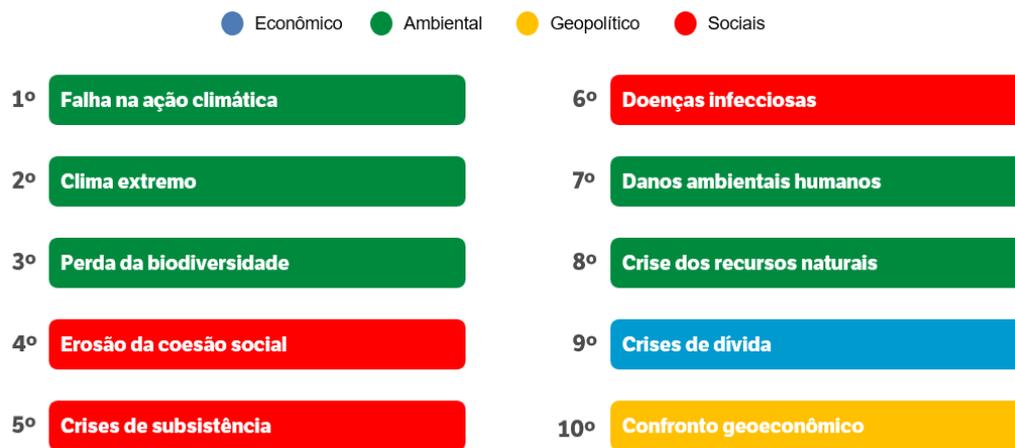


Figura 2: Resultado de pesquisa conduzida pelo WEF que identificou os riscos percebidos como de maior severidade em uma escala global ao longo dos próximos 10 anos. Fonte: adaptado pelo autor de World Economic Forum, Fonte: adaptado de World Economic Forum (2022),

Percebe-se que há sinergia entre os riscos ambientais percebidos como de alta severidade e os processos do *framework de Rockström* (2009), o qual aponta os limites que estão sendo extrapolados. Isso evidencia a recente tomada de consciência de atores do capitalismo tradicional face aos impactos que a desestabilização do sistema terrestre pode conferir à capacidade das sociedades humanas prosperarem ao longo das próximas décadas.

O cenário atual apresenta desafios inéditos para a espécie humana, exigindo cooperação em larga escala de todos os setores da sociedade em todos os cantos do planeta. No entanto, a pandemia da Covid-19 evidenciou a dificuldade das sociedades humanas se unirem para tomar decisões pensando de forma coletiva, mesmo diante de uma emergência global imediata e com risco de vida. A paralisia se estende para muito além da pandemia, evidenciada pelo constante adiamento de ações contundentes face às mudanças climáticas e ao extermínio em curso dos elementos que propiciam as condições de equilíbrio da Biosfera. O IPCC (*Intergovernmental Panel on Climate Change*), órgão estabelecido em 1988 pela UNEP (United Nations Environment Programme) e pela WMO (*World Meteorological Organization*) busca apresentar de forma compreensiva todo o conhecimento científico existente acerca das mudanças climáticas, suas causas, potenciais impactos e opções de resposta (IPCC, 2022) através dos seus relatórios de avaliação (*Assessment Reports*), tendo já publicado 6 edições. Desde o primeiro, publicado em 1990, alerta-se sobre a necessidade de cooperação internacional sobre o tema. O 6º e mais recente relatório (IPCC, 2022), dividido em 3 partes, traz elevado senso de urgência sobre a

necessidade de mudanças e ações contundentes de mitigação e adaptação para o enfrentamento das mudanças climáticas, como o imperativo de desvincular o crescimento econômico de emissões de gases de efeito estufa. Ainda segundo o IPCC, todos os modelos de trajetórias de redução de emissões que mantém o aquecimento a 1.5 °C (com probabilidade superior a 50%) e a 2 °C (com probabilidade superior a 67%), faixa considerada limítrofe para a manutenção de condições de vida similares as atuais, envolvem reduções rápidas, profundas e imediatas nas emissões de GEE de todos os setores da economia.

Percebe-se assim que 30 anos de aviso não surtiram efeito, muito por conta dos chamados “Mercadores da dúvida”, sendo esse o nome dado a empresas, indivíduos influentes e grupos de interesse envolvidos em décadas de desinformação acerca das mudanças climáticas e os impactos da ação humana no meio ambiente (Oreskes & Conway, 2011). Esse contínuo atraso no emprego de ações sistêmicas e concretas levou ao estado atual, que demanda ações urgentes e de alto impacto. É importante deixar claro que as mudanças climáticas possuem interdependências com inúmeras dinâmicas vigentes ao redor do globo, visto que são alterações que impactam toda a Biosfera (Liu *et al*, 2015). Logo, o seu não endereçamento aumenta a criticidade de questões não só ambientais, mas econômicas, sociais e geopolíticas.

Uma questão que é central para a viabilidade da cooperação entre nações frente às crises globais é o enfrentamento das crescentes desigualdades sociais, visto que elas colocam em xeque a coesão necessária para que acordos amplos sejam feitos que possam direcionar a humanidade para uma trajetória distinta da que está em curso. Não é sensato esperar que uma pessoa pese em sua tomada de decisão questões ambientais enquanto trabalha o dia todo para a família não passar fome. Nesses casos o fator predominante para a escolha é sempre o econômico. A pandemia da COVID-19, declarada pela OMS em março de 2020, aprofundou essas desigualdades e evidenciou a complexidade de engajar toda a população ao redor de objetivos coletivos. Segundo relatório do Banco Mundial sobre a recuperação econômica pós pandemia da COVID-19 (Banco Mundial, 2021), o impacto da crise pandêmica foi maior para a parcela mais pobre da população mundial. O impacto na renda dos 40% que estão na base da distribuição de renda mundial foi mais que o dobro do impacto nos 40% que estão no topo, como ilustra a Figura 3. Como resultado, houve um substancial aumento na pobreza mundial e um aprofundamento das desigualdades sociais existentes. O Banco Mundial estima que 97 milhões de pessoas a mais

estejam vivendo com uma renda menor do que U\$ 1.90 por dia em 2021 por conta da pandemia.

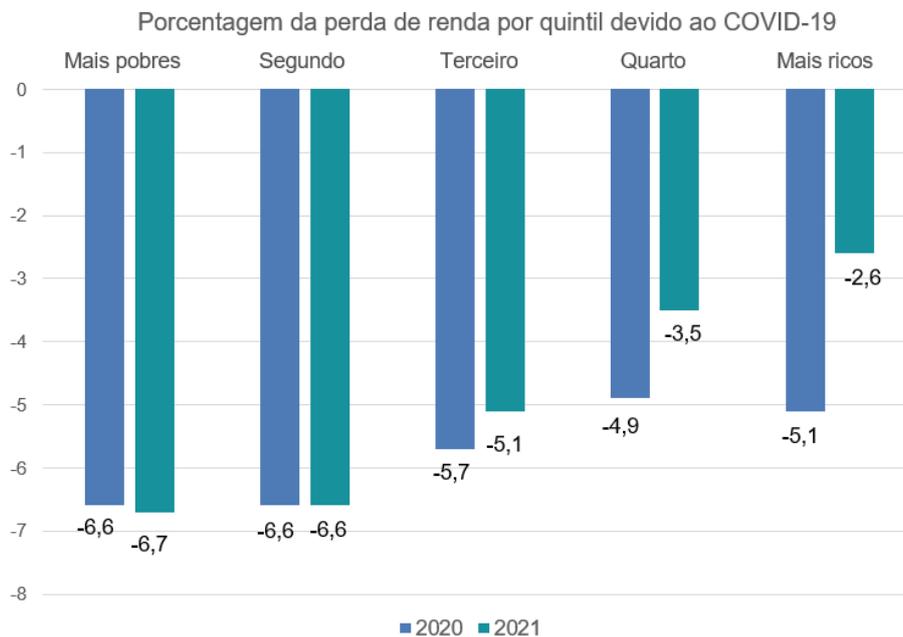


Figura 3: Porcentagem da perda de renda por quintil devido a COVID-19 nos anos de 2020 e 2021. Fonte: Yonzan *et. al.* Banco Mundial, 2021

Percebe-se então que não basta estar atento somente aos limites ambientais da Biosfera, pois as ações necessárias para o endereçamento dos desafios ambientais dependem de fatores socioeconômicos que habilitem a emergência de ampla cooperação global. Portanto, a partir desse contexto, em 1987, a Comissão Mundial do Meio Ambiente publicou o relatório intitulado “Nosso Futuro Comum”, onde o conceito de desenvolvimento sustentável é cunhado como sendo a habilidade que a humanidade tem de suprir suas necessidades atuais sem comprometer a habilidade que as futuras gerações terão de suprir suas próprias necessidades (ONU, 1987). Anos mais tarde, Porrit (2007) afirma que o desenvolvimento sustentável é o processo pelo qual a sociedade se move no sentido da sustentabilidade, pontuando este termo como a capacidade de continuidade no longo prazo. A ONU buscou conferir pragmatismo a esses desafios primeiro através dos Objetivos do Milênio, propostos em 2000. A partir disso, em 2015, foi lançada a Agenda 2030 e foram propostos 17 Objetivos do Desenvolvimento Sustentável, com 169 metas para nortear a tomada de decisão em todas as esferas, de modo a habilitar o que se entende como Desenvolvimento Sustentável (ONU, 2015).

A economista de Oxford Kate Raworth (2017), vai além e propõe o modelo da Economia Donut, onde em um *framework* (Figura 4) adiciona aos 9 limites planetários propostos por Rockström uma base social para modelar o que seria um espaço seguro e justo para o desenvolvimento e prosperidade da espécie humana. O modelo da Economia Donut é complementar aos ODS da Agenda 2030 da ONU, visto que, a viabilização de uma sociedade que opere entre o teto ambiental e a base social passa pelo endereçamento dos 17 ODS propostos.

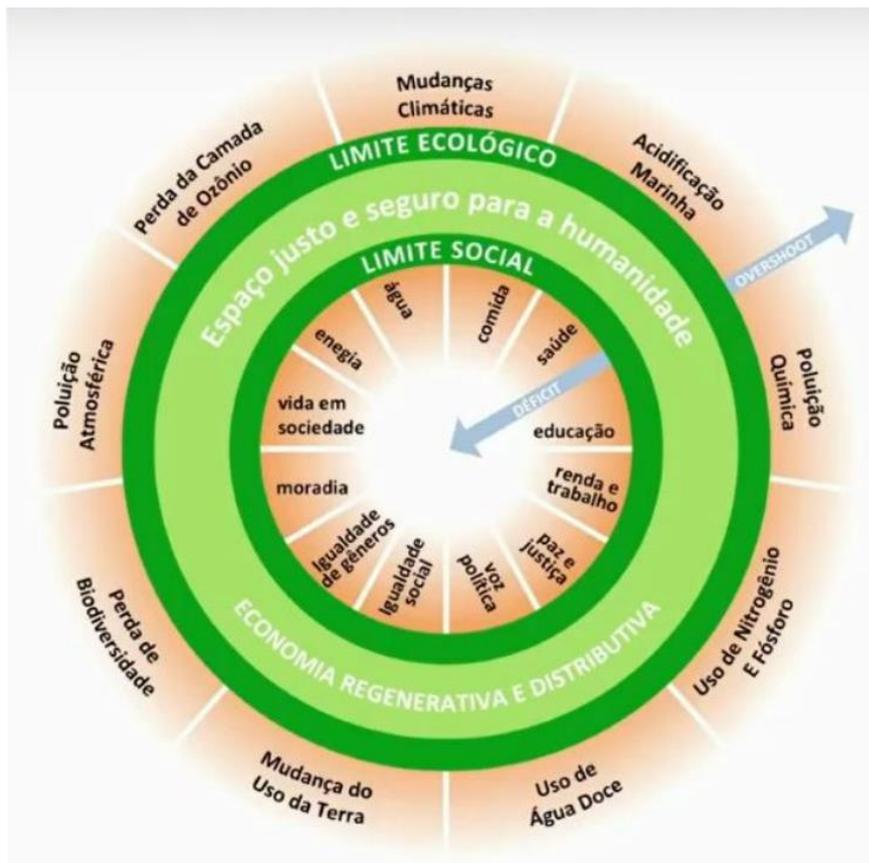


Figura 4: Framework da Economia Donut que combina um teto ambiental, inspirado nos limites planetários de Rockström (2009) à uma fundação social, que representa o que seria um espaço justo e seguro para a humanidade. Fonte: Raworth, 2017

O modelo Donut representa uma alternativa à norma vigente de crescimento econômico a qualquer custo que vem aprofundando as desigualdades e degradando a biosfera. Raworth (2017) defende que para transformar as *divisive economies*² da atualidade se faz necessário criar economias que sejam distributivas por design, onde o valor é compartilhado de modo equânime entre todos aqueles que ajudem a gerá-lo.

² Entende-se como *divisive* aquilo que causa inimizade e discussões entre partes.

2.2 Riscos para o setor privado

Dado o contexto apresentado, onde desafios de alta complexidade se empilham e colocam em xeque a manutenção das condições ambientais adequadas para a prosperidade das futuras gerações, transformações no *modus operandi* da sociedade moderna se fazem urgentes. Dentro desse contexto, o setor privado, representado pelas empresas e instituições financeiras, desempenha papel fundamental na viabilização do que se entende como desenvolvimento sustentável (Scheyvens, *et al.* 2016). No entanto, pautas não financeiras foram amplamente negligenciadas entre grandes corporações ao longo do século XX.

Pode-se dizer que o economista Milton Friedman, ganhador do Nobel em 1976, teve influência considerável no distanciamento do setor privado de pautas socioambientais. Em um influente artigo escrito no *The New York Times*, Friedman (1970) escreveu que líderes empresariais que afirmavam “bobagens” sobre responsabilidade social estariam na verdade pregando puro e inalterado socialismo, dessa forma sendo marionetes inconscientes daqueles que estavam dispostos a solapar uma sociedade livre. O argumento de Friedman se popularizou, estabelecendo uma doutrina de primazia do acionista (também conhecida como Teoria do Acionista³) que definiu o capitalismo anglo-saxão por quase 50 anos e moldou um mundo cada vez mais dirigido por corporações.

No entanto, à medida que as evidências foram ficando cada vez mais claras sobre os riscos que questões socioambientais conferem a capacidade de geração de valor das corporações, pôde-se observar mudanças na postura dos atores do capitalismo, de forma a buscar novas formas de operar que considerassem essas questões.

Escândalos corporativos que atingiram grandes companhias como Nike, British Petroleum, Zara, Exxon Valdez, e mais recentemente, Vale, Andrade Gutierrez, Camargo Corre, Engevix, Odebrecht, OAS Engenharia (e outras envolvidas no caso Lava Jato) e Volkswagen demonstram a variedade de eventos que podem acarretar impactos reputacionais e econômicos diretos e indiretos sobre as organizações (Costa, 2018).

³ A Teoria do Acionista propagada por Friedman equivale a uma visão influente sobre o papel das empresas dentro da sociedade, que promove a ideia de que a única responsabilidade dos administradores é servir da melhor forma possível os interesses dos acionistas, utilizando os recursos da companhia para aumentar a riqueza desses últimos através da busca pelo lucro. (Idowu, *et al.*, 2013)

Bauer e Hann (2010) citam como exemplo de impactos reputacionais e econômicos o caso da British Petroleum ocorrido em abril de 2010 na plataforma de petróleo *Deepwater Horizon*. A explosão que acarretou um vazamento de milhões de litros de óleo no oceano por dias fez o preço da ação despencar de 60,48 para 26,75 dólares e agências de rating de crédito rebaixarem a nota de AA para BBB (Bauer & Hann, 2010).

Atualmente a atenção tem se voltado para além dos riscos mais pontuais relacionados a negligências e condutas erráticas de determinadas companhias. Riscos sistêmicos, com potencial de desestabilizar os mercados de forma profunda, como as mudanças climáticas e a degradação da biodiversidade e dos ecossistemas, têm entrado em pauta nos mais altos fóruns de tomada de decisão. Iniciativas que buscam estimular o setor privado a conferir transparência sobre como estão se preparando frente a riscos emergentes como padrões climáticos extremos e o incremento de leis que façam as companhias internalizarem suas externalidades⁴ tem ganhado relevância rapidamente. Entre elas destaca-se o TCFD (*Task-Force on Climate Related Financial Disclosure*), iniciativa do *Financial Stability Board*, órgão vinculado ao G20 que trabalha para garantir a resiliência do sistema financeiro global. O TCFD se propõe a estimular informações claras, compreensivas e de alta qualidade sobre os impactos das mudanças climáticas (TCFD, 2017). Pretende-se atingir isso através de ampla adoção, onde riscos e oportunidades relacionadas às mudanças climáticas se tornarão parte natural da gestão de riscos e planejamento estratégico das empresas. À medida que isso ocorrer, o entendimento das companhias e dos investidores sobre potenciais implicações financeiras associadas a transição para uma economia de baixo carbono e dos riscos físicos climáticos crescerá, permitindo alocações de capital mais eficientes (TCFD, 2017). Similarmente ao TCFD está em desenvolvimento o TNFD (*Taskforce on Nature-related Financial Disclosures*), que representa um passo significativo do mercado para o entendimento dos riscos da degradação da natureza e a incorporação de análises de riscos e oportunidades relacionadas a natureza no centro da tomada de decisão corporativa e financeira (TNFD, 2022). Além dessas iniciativas se faz importante mencionar a NGFS

⁴ Entende-se externalidades como sendo um efeito colateral ou consequência de uma atividade econômica que afeta outras partes sem que isso se reflita no custo dos bens ou serviços envolvidos, como a polinização de culturas vizinhas por abelhas criadas para o mel. (Oxford Languages, 2022)

(*Network for Greening the Financial System*), grupo de Bancos Centrais e Supervisores que visam contribuir para o desenvolvimento de gestão de riscos ambientais e climáticos e mobilizar finanças convencionais para a transição sustentável da economia.

A emergência de diversas iniciativas que possuem como objetivo conferir maior clareza sobre riscos socioambientais é mais uma evidência que tais questões estão mais do que nunca sob holofotes e que estão permeando as instâncias mais altas do capitalismo. Percebe-se então a importância de ampliar a interface entre o conhecimento científico e os tomadores de decisão do setor privado. *Frameworks* como o dos Limites Planetários de Rockström (2009) e da Economia Donut de Raworth (2017) podem ser ótimas ferramentas para apoiar as organizações a sintonizarem suas atuações aos grandes desafios da sustentabilidade.

À medida que questões socioambientais passaram a ter mais relevância para a alocação de capital e relacionamento de instituições financeiras, as empresas passaram a ser cobradas sobre informações e ações perante elas, de forma a habilitar uma melhor gestão de riscos. Dessa forma, o custo de capital de quem não tem nada para mostrar passou a aumentar, dado a percepção de maior vulnerabilidade desses atores. Logo, percebe-se o grande potencial de impacto na capacidade de geração de valor das organizações do setor privado e conseqüentemente na estabilidade do mercado de capitais.

2.3 Evolução do entendimento do papel social das empresas

Frente ao objetivo do trabalho, se faz importante a contextualização do momento da agenda de sustentabilidade corporativa e o pleno entendimento sobre o que se entende como uma estratégia madura de sustentabilidade.

O entendimento do papel social das empresas passou por diversas fases desde a consolidação do Capitalismo Financeiro no início do século XX. Atualmente, acionistas, bancos e investidores parecem finalmente convergir para algo que remete a uma nova visão de mundo, compartilhada por executivos de destaque e moldada por uma aliança improvável entre consumidores, empregados, ativistas, acadêmicos e órgãos de regulamentação. Juntos, caminham para romper o consenso disseminado pela doutrina de Friedman (1970), que governou as empresas por duas gerações, e buscam viabilizar um novo modelo para o capitalismo, baseado nas palavras de ordem, princípio, propósito, inclusão e sustentabilidade (Edgecliffe-Johnson,

2019). Esse movimento passa a ganhar tração principalmente a partir da segunda metade da década de 90 e início dos anos 2000, com diversas abordagens sendo propostas por acadêmicos, executivos e estudiosos de administração.

O processo de rompimento com a Teoria do Acionista de Friedman teve como um dos marcos o livro de Edward Freeman (1984) “*Strategic Management: A Stakeholder Approach*”, onde pela primeira vez foi descrita a chamada Teoria dos Stakeholders, um contraponto a doutrina Friedman. Freeman (1984) sugere no livro que os acionistas são somente um dos muitos *stakeholders* de uma companhia. O ecossistema dos *stakeholders*, de acordo com a teoria, envolve qualquer um que afeta ou é afetado pela empresa, sejam eles: colaboradores, ambientalistas, distribuidores, clientes, agências governamentais etc. A Teoria de Freeman sugere que o sucesso real de uma empresa reside na satisfação de todos os seus *stakeholders*, e não somente daqueles que podem lucrar a partir de sua ação.

Embora o livro de Freeman não tenha sido imediatamente aceito pelos estudiosos de administração, pesquisadores da interação entre negócios e sociedade aderiram a seus conceitos e seguiram adiante sem nunca mais olhar para trás (Carrol, 2021). Nessa época, a denominação que prevalecia para a atuação das empresas na agenda da sustentabilidade era a chamada responsabilidade social corporativa (usualmente citada na sigla em inglês CSR, de *Corporate Social Responsibility*). Carrol (1991) representa em um modelo de pirâmide (Figura 5) sua definição de 4 partes da responsabilidade social corporativa, sendo as partes as responsabilidades filantrópicas, éticas, legais e econômicas, representando dessa forma o que era esperado de empresas como atores dentro da sociedade. Carrol (1991) concebeu a pirâmide a partir do entendimento de que executivos de negócios aceitam mais rápido a mensagem da responsabilidade social corporativa quando o valor das contribuições

econômicas das empresas à sociedade é colocado de forma explícita.



Figura 5: Modelo da pirâmide de Responsabilidade Social Corporativa que representa suas 4 formas de responsabilidade. Fonte: adaptado de Carrol (1991)

Uma das questões que cada vez mais foi despertando interesse é a relação entre CSR e performance financeira. Muitos pesquisadores estudaram essa relação nos anos 80 e 90 (Carrol, 2021). Baseados em décadas de pesquisa, pesquisadores como Jennifer Griffin e John Mahon (1997) e Orlitzky *et al.* (2003) concluíram que existe uma associação positiva entre performance financeira e responsabilidade social entre setores e contextos de pesquisa. Flammer (2015) apresenta evidências causais de que a adoção de propostas de CSR levam a um aumento de 1,77% no valor para o acionista, e que esse incremento é superior para empresas dando os primeiros passos nessa agenda. Essa correlação positiva reforçou o argumento de que “fazer o bem” vale a pena em termos de performance financeira (Thompson, 2018). Como resultado dessa discussão houve uma ênfase na ideia que veio a ser conhecida como o *business case* para a CSR, que se refere aos benefícios financeiros derivados do emprego de estratégias e políticas de responsabilidade social corporativa.

Uma abordagem de gestão natural e lógica vinda da relação entre responsabilidade social corporativa e performance financeira é o conceito de “CSR estratégica”

(Carrol, 1980; Carrol & Hoy, 1984). Portanto, se a CSR se paga, então os executivos deveriam empregá-la de forma estratégica para impacto máximo, isso é, para melhorias na performance econômica e financeira (Orlitzky *et al.*, 2011). John Elkington (1998) deu significativa contribuição para o olhar estratégico de questões ambientais e sociais a partir de seu framework *Triple Bottom Line*. Em 1994, Elkington já anunciava que empresas de sucesso não terão opção a não ser se envolver profundamente com questões socioambientais. Alertou também que as oportunidades se abriam com grande agilidade (Elkington, 1994). Segundo ele, o grande desafio das companhias seria encontrar novos caminhos de cooperação com seus fornecedores, clientes e outros *stakeholders*, inclusive competidores, enquanto garante que se beneficia não somente em termos de cidadania corporativa, mas também em termos de vantagem competitiva (Elkington, 1994).

O crescente interesse em como integrar melhor CSR à estratégia, alavancado pelas evidências de correlação positiva entre reponsabilidade social e performance financeira, levaram à proposição de novas abordagens para a agenda. Hart e Milstein (2003) desenvolveram um modelo para representar geração de valor ao acionista a partir de aspectos inerentes à agenda da sustentabilidade (Figura 6) que busca tornar clara a natureza e a magnitude das oportunidades associadas ao desenvolvimento sustentável, ligando-as às dimensões de criação de valor para a empresa. Os autores afirmam que a consideração do conjunto total dos desafios da sustentabilidade pode ajudar a criar valor ao acionista e representar um dos mais subestimados caminhos para um crescimento lucrativo futuro.

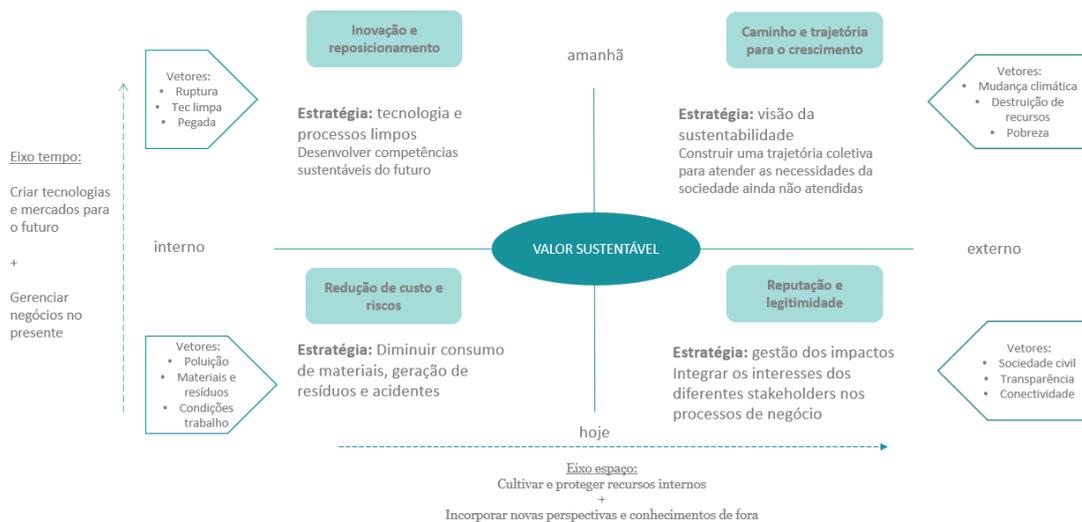


Figura 6: Modelo que representa a geração de valor sustentável no presente e futuro a partir da atuação em 4 quadrantes. Fonte: adaptado de Hart & Milstein (2003), Criando Valor Sustentável.

No início dos anos 2000, embora as bases conceituais para maior integração de questões de sustentabilidade à estratégia do negócio já fossem presentes, ainda se observava por parte das empresas uma atuação predominantemente desconectada dos negócios. O artigo “*Strategy and Society*” (Porter & Kramer, 2006) realizou uma análise crítica sobre o emprego da responsabilidade social corporativa. Os autores apontam que na maioria das vezes os proponentes da responsabilidade social corporativa se pautavam em 4 argumentos principais: obrigação moral, sustentabilidade, licença para operar e reputação. No entanto essa abordagem, ainda segundo Porter & Kramer (2006), carecia de um olhar estratégico e voltado para oportunidades que poderiam ser acessadas a partir de questões socioambientais. Os autores criticam as abordagens predominantes, dizendo que se caracterizavam por ações desconectadas do *core business* e reativas às demandas da sociedade, dessa forma sendo difícil de se justificar para os líderes mais conservadores e pragmáticos. A abordagem adequada seria a busca pela geração de valor compartilhado ao longo das operações e nas dimensões sociais de contexto competitivo. Dessa forma acendendo o potencial para não somente fomentar o desenvolvimento econômico e social, mas para mudar a forma com que as empresas e a sociedade se relacionam. ONGs, governos e empresas deveriam parar de pensar em termos de responsabilidade social corporativa e começar a pensar em termos de integração social corporativa (Porter & Kramer, 2006).

O artigo “*Creating Shared Value*” de Porter & Kramer (2011) evolui o entendimento que Elkington (1994) profetizava sobre o vínculo entre questões socioambientais e a construção de vantagem competitiva. Porter & Kramer (2011) deram um novo enquadramento para o endereçamento de tais questões, colocando o foco não nas tensões entre sociedade e negócios, mas sim nas interdependências, a partir do entendimento de que o sucesso das empresas depende de uma sociedade saudável e próspera. Essa abordagem, chamada de “Criação de Valor Compartilhado”, traz um olhar estratégico sobre como as empresas podem, a partir da atuação frente a questões sociais e ambientais pertinentes a suas operações, gerar valor aos seus acionistas e aos *stakeholders* com quem interagem. A Figura 7 demonstra as diferenças da abordagem Criação de Valor Compartilhado (CSV) frente a lógica que ela busca incrementar, que é a da Responsabilidade Social Corporativa (CSR).



Figura 7: Diferença entre a abordagem de uma empresa que atua sob a lógica da Responsabilidade Social Corporativa (da sigla em inglês CSR) e de uma que atua buscando criar Valor Compartilhado (da sigla em inglês CSV). Fonte: adaptado de Porter & Kramer (2011).

2.4 Integrando sustentabilidade à estratégia

Essa busca pela integração de questões sociais e ambientais ao cerne da operação das companhias vem pautando o que se entende como uma estratégia madura de sustentabilidade corporativa. O caminho rumo a essa maturidade envolve esforços contínuos e conscientes para viabilizar a criação de valor a longo prazo aos acionistas e demais *stakeholders* (Eccles *et al.* 2012).

A trajetória rumo a uma estratégia de sustentabilidade consistente é complexa, específica para cada contexto e requer comprometimento das mais altas instâncias decisórias nas companhias para que seja possível. Em pesquisa liderada por Eccles *et al.* (2012), foram comparados modelos organizacionais de empresas consideradas “sustentáveis” com os de empresas consideradas “tradicionais”. Os autores foram capazes de chegar a um modelo identitário e cultural sobre como desenvolver uma empresa com atributos consistentes de sustentabilidade, dividido em dois estágios. O primeiro estágio desse modelo envolve o reenquadramento da identidade corporativa a partir do comprometimento da liderança e de engajamento externo (Eccles, *et al.* 2012). O segundo estágio envolve a codificação de uma nova identidade através do engajamento dos colaboradores e mecanismos de execução, ambos sendo processos contínuos (Eccles, *et al.* 2012). Uma vez que o segundo estágio é iniciado, ele e o primeiro se reforçam. O engajamento de colaboradores permite maior sofisticação no engajamento externo porque uma maior quantidade deles será capaz de se engajar efetivamente com *stakeholders* externos. Mecanismos de execução se vinculam ao compromisso da liderança, desde que esses atributos a nível organizacional se perpetuem de uma geração de líderes para a próxima (Eccles, *et al.* 2012). De forma similar, o compromisso da liderança promove uma força motivadora para o engajamento dos colaboradores, pois eles percebem que seus líderes se importam com o que estão fazendo. Já o engajamento externo fortalece os mecanismos de execução da companhia, pois a pressão dos *stakeholders* desafia constantemente a empresa a melhorar sua performance e qualidade (Eccles, *et al.* 2012).

Eccles & Serafeim (2013) e Mosher & Smith (2015) também conduziram estudos que buscaram enquadrar ações necessárias para avançar na consistência de estratégias de sustentabilidade, de forma a atingir o objetivo de geração de valor para o acionista e contribuir para a sociedade como um todo. Eccles & Serafeim (2013) citam 4 ações que empresas devem empreender para aumentar sua performance tanto em aspectos de sustentabilidade como financeira. Essa abordagem possui sinergias com os 5 passos propostos por Mosher & Smith (2015). Pode-se ver como essas duas referências se complementam e adicionam camadas ao estudo de Eccles *et al.* (2012) sobre o que seria uma jornada adequada rumo a operações sustentáveis na Figura 8:

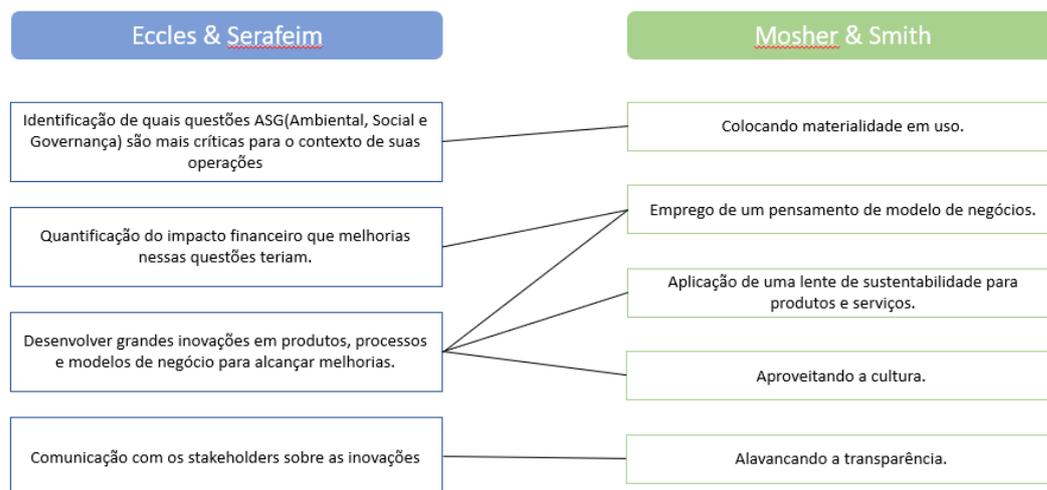


Figura 8: Cruzamento das abordagens dos artigos “*Performance Frontier*” e “*Sustainability Incorporated*” para melhoria do desempenho financeiro através de estratégia de sustentabilidade.

Fonte: adaptado de Eccles & Serafeim (2013) e Mosher & Smith (2015)

Um fator que tem papel de alicerce de uma estratégia de sustentabilidade consistente é a cultura organizacional. A cultura de uma organização pode ser pensada como sendo o sistema de crenças, valores e normas mantido em conjunto por funcionários que a distinguem de outras organizações (Gupy, 2022). Eccles *et al.* (2012) enfatiza três características fundamentais a uma cultura organizacional para que haja suporte de operações mais sustentáveis: abertura a mudança, onde há capacidades desenvolvidas para mudanças incrementais e transformacionais, o que permite maior responsividade; inovação: que permite melhoria contínua, através do encorajamento a externalização de pontos de vista distintos; e confiança, onde há a convicção de que as pessoas vão fazer o que se propõe e entregarão o melhor que elas podem. Essas crenças compartilhadas são críticas para o florescimento de uma cultura que habilite uma jornada assertiva rumo a operações mais sustentáveis, segundo Eccles *et al.* (2012). Já Leon (2013) destaca mais o aspecto relacional, afirmando que uma cultura organizacional de sustentabilidade encoraja a colaboração e comunicação tanto para dentro como para fora das fronteiras da companhia, sendo orientada para o incremento da consciência dos stakeholders acerca de questões ambientais e sociais. Logo, se faz de fácil percepção a sinergia que as características apontadas por Leon (2013) e Eccles *et al.* (2012) com as abordagens dos artigos “*Performance Frontier*” e “*Sustainability Incorporated*” para melhoria de performance financeira através de estratégia de sustentabilidade.

2.5 Materialidade

Percebe-se que alguns passos são indissociáveis ao avanço nessa agenda. Tanto Eccles & Serafeim (2013) quanto Mosher & Smith (2015) apontam a importância de se identificar quais questões ASG (Ambientais, Sociais e de Governança) são as de maior relevância para o contexto da operação, também chamadas de temas materiais da organização.

O conceito de materialidade teve origem nas ciências contábeis e foi expandido para a agenda da sustentabilidade a partir do lançamento da AA1000 *Stakeholder Engagement Standard* (AccountAbility, 1999). Segundo a AA1000, “a Materialidade é determinada pela relevância e pela importância de uma questão. Uma questão material irá influenciar as decisões, as ações e o desempenho de uma organização e de seus *stakeholders*”. Outra referência importante quando o assunto é materialidade é a GRI (*Global Reporting Initiative*), que nasce com o propósito de auxiliar empresas, governos e demais organizações a entender e comunicar seus impactos em questões críticas da sustentabilidade, como mudanças climáticas, direitos humanos, corrupção e outros (GRI, 2017). Segundo o “*G4 Sustainability Reporting Guidelines*” (GRI, 2013), “a materialidade aponta aspectos que refletem impactos significativos (econômicos, ambientais e sociais) da organização ou influenciam as avaliações e decisões dos *stakeholders*”.

A identificação dos temas materiais deve ocorrer a partir de um processo de engajamento com os principais *stakeholders* do negócio, onde representantes desses públicos são acessados de modo a contribuírem com suas perspectivas durante o exercício de priorização dos temas. Dada a dificuldade de se acessar todas as partes interessadas no processo de materialidade, seleciona-se os públicos de maior criticidade para o negócio. Esse processo é inerente ao crescente reconhecimento das empresas de que o acionista não é o único *stakeholder* cuja voz deve ser levada em consideração na tomada de decisão. Portanto, a disseminação dessa prática ilustra a transição de um capitalismo pautado pela Teoria do Acionista de Friedman (1970) para um que opere de forma mais aderente à Teoria dos *Stakeholders* de Freeman (1985).

O conceito de materialidade e sua aplicabilidade para a agenda da sustentabilidade corporativa está em constante evolução. Em 2019 a Comissão Europeia foi a primeira a formalmente descrever o conceito de dupla materialidade para o contexto do relato corporativo sobre sustentabilidade, a partir da necessidade de se ter uma

visão ampla dos impactos da companhia (Adams *et al.* 2021). A Comissão Europeia encorajou as empresas a avaliarem a materialidade a partir de duas perspectivas, a financeira e a de impacto. A materialidade financeira ocorre caso a omissão ou deturpação de informações relacionadas a ela tenham o potencial de influenciar decisões de investimento e empréstimos que os usuários da informação fazem com base em suas avaliações de performance financeira e valor da companhia no curto, médio e longo prazo (SASB, 2020). Já a materialidade de impacto vem sendo pensada em termos da significância dos impactos na economia, meio ambiente e pessoas, incluindo impactos nos direitos humanos (GRI, 2020). Portanto percebe-se que da perspectiva da companhia a materialidade financeira tem uma abordagem para impactos de fora para dentro enquanto a materialidade socioambiental foca em impactos de dentro para fora.

A correta priorização de temas ASG materiais permite a companhia construir uma estratégia de sustentabilidade coerente com o seu contexto e conectada com o seu negócio. Além disso, permite uma comunicação mais assertiva com os *stakeholders*, onde o foco se dá nas questões de maior relevância ao longo das operações. Portanto, entende-se o processo de análise de materialidade como sendo basilar para qualquer companhia que ingresse na jornada de integração de questões ambientais, sociais e de governança em sua estratégia.

2.6 Estratégia ASG e acesso a recursos

De forma paralela ao avanço da agenda da sustentabilidade entre as corporações e exercendo forte influência sobre, as temáticas socioambientais galgaram novos patamares de relevância entre os atores do mercado de capitais. A entrada de Instituições Financeiras na agenda da sustentabilidade confere ainda mais incentivos para que empresas persigam uma maior integração de questões socioambientais à estratégia. Visto que, maturidade nessa agenda passou a ser percebida como uma menor exposição a riscos sistêmicos capazes de abalar os atores da economia (Eccles & Klimenko, 2019). Portanto, uma empresa com atuação robusta na agenda da sustentabilidade passou a ser percebida como mais capaz de gerar valor de forma perene (Vendramini & Belinky, 2017). Dessa forma, o custo de capital ⁵diminuiu

⁵ Custo de capital é a taxa mínima de retorno que uma empresa deve obter antes de gerar valor. Líderes empresariais usam o custo de capital para avaliar quanto dinheiro novos empreendimentos precisam gerar para compensar os custos iniciais e obter lucro. Eles também o usam para analisar o risco potencial de futuras decisões de negócios (Harvard Business School. 2022).

para empresas líderes em sustentabilidade, conferindo uma vantagem competitiva tangível. A partir disso e com maior abrangência, as Finanças Sustentáveis ganharam corpo ao longo do século XXI, com o intuito de mobilizar capital para a transição dos sistemas socioeconômicos (Maltais *et al.*, 2020).

3 FINANÇAS SUSTENTÁVEIS

Nesse capítulo realiza-se uma revisão bibliográfica sobre o avanço da agenda da sustentabilidade entre os atores do mercado financeiro e sobre o instrumento financeiro foco do trabalho, os *Sustainability-linked bonds*. O foco é propiciar entendimento sobre o cenário atual das emissões de títulos rotulados, com foco nos SLBs. Primeiro apresenta-se um panorama do ganho de relevância recente que a agenda da sustentabilidade adquiriu entre os atores do mercado financeiro. Após isso, discorre-se sobre o que são SLBs e quais são os atores envolvidos em suas operações, assim como os fatores que podem motivar uma organização a fazer uma emissão e os riscos inerentes. Finaliza-se apresentando projeções e tendências para o mercado de SLBs e títulos rotulados.

3.1 Sustentabilidade e o mercado financeiro

Segundo Stoian e Iorgulescu (2019), o mercado de capitais é uma ferramenta flexível que pode ser aplicada para atender as dinâmicas necessárias às esferas econômica, social e ambiental. Ainda de acordo com esses autores, o mercado está posicionado como um grande vetor de reformas estruturais, podendo mudar o fluxo de incentivos de negócios tradicionais que ignoram questões socioambientais para negócios que ajudem a transição para uma economia mais sustentável. Neste contexto, a atuação do mercado financeiro no âmbito da sustentabilidade cunhou o termo “finanças sustentáveis”, que pode ser definido como sendo a incorporação das questões socioambientais em decisões financeiras, sendo tanto por meio da análise de riscos socioambientais nas atividades fins do negócio, quanto por meio da criação de novos produtos (Lemme, 2012; Lins & Wajnberg, 2007).

Para que esse potencial pudesse ser melhor explorado, os agentes do mercado de capitais precisaram adequar a agenda da sustentabilidade global, antes vista com ceticismo e descrédito por muitos executivos pela sua origem no universo das ONGs, a algo mais palpável e pragmático, passível de utilização para os investidores (Almeida, 2021). Dessa forma foi cunhada a sigla ESG, que passou a ser adotada por gestores de investimentos, empresas e consultorias no Brasil e no mundo, muitas vezes dando nova roupagem para o que já vinha sendo abordado no universo da

sustentabilidade corporativa (Almeida, 2021). As letras ESG apareceram juntas pela primeira vez em 2005 em um estudo de referência intitulado “*Who Cares Wins - Connecting Financial Markets to a Changing World*” (IFC, 2005). O estudo defendia que a integração de fatores ambientais, sociais e de governança no mercado de capitais fazia sentido do ponto de vista de negócios e contribuía para mercados mais sustentáveis e consequências melhores para a sociedade. Ainda no mesmo ano, a UNEP-Fi (sigla para *United Nations Programme Finance Initiative*) publicou o estudo *Freshfield Report*, que demonstrou que questões ESG deveriam ser consideradas relevantes para o *valuation* financeiro. Esses dois estudos formaram a base para o lançamento, em 2006, dos Princípios para Investimentos Responsáveis (PRI, na sigla em inglês, de *Principles for Responsible Investment*), uma iniciativa voltada à comunidade de investidores sob o guarda-chuva da ONU (Organizações das Nações Unidas). Os signatários do PRI devem, entre outros aspectos, comprometer-se a incorporar a análise social, ambiental e de governança (ESG) no processo de tomada de decisão, assim como exigir das empresas investidas transparência quanto a esses atributos. Atualmente, o PRI possui 3826 investidores signatários com ativos sob gestão de cerca de US\$ 121,3 trilhões (PRI, 2022). Outro marco relevante da primeira década do século XXI foi o surgimento em 2003 dos Princípios do Equador, um *framework* para gestão de risco socioambiental adotado por instituições financeiras voltadas ao mercado de crédito. Atualmente, 132 instituições financeiras em 38 países são signatárias dessa iniciativa (Equator Principles, 2022). Tanto o PRI quanto os Princípios do Equador são códigos voluntários.

Já a partir da Rio +20, em 2012, a discussão de risco socioambiental entrou com força na agenda de supervisores e reguladores do sistema financeiro, somando-se aos códigos voluntários (Vendramini & Belinky, 2017). As bolsas de valores também incorporaram esse movimento. Desde o surgimento, em 1999, do pioneiro Dow Jones Sustainability Index (DJSI), houve um crescimento exponencial do número de índices de sustentabilidade relacionados ao mercado de ações (Vendramini & Belinky, 2017). O Brasil foi um dos pioneiros no campo ao lançar, em 2005, a quarta iniciativa dessa categoria, por meio de seu Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), que reflete a valorização de uma carteira teórica composta por ações de empresas selecionadas anualmente por um amplo conjunto de critérios relacionados à sustentabilidade.

Todo esse movimento indica um rompimento da lógica capitalista predominante do século XX, pautada na Teoria do Acionista de Milton Friedman (Friedman, 1970). Esse processo se faz representado na retórica de relevantes atores do capitalismo tradicional, como o Fórum Econômico Mundial, que tem constantemente alertado sobre a urgência de remodelar os sistemas socioeconômicos (WEF, 2020) e a Blackrock que, com US\$ 10 trilhões de ativos sob sua administração, se coloca entre os maiores investidores do mundo. Larry Fink, CEO da Blackrock, vem ano a ano subindo o tom quanto a importância de remodelar o capitalismo através de melhores práticas ambientais e sociais, com especial atenção à crise climática, e que a organização que lidera vai ajudar a pavimentar esse processo, devido a influência que exerce sobre grandes empresas pelo mundo. Todos os anos Larry Fink redige sua aguardada carta ao mercado, onde coloca em palavras os rumos que a companhia que lidera vai tomar com seu portfólio de investimentos. Na carta de 2020, ele provoca o mercado da seguinte forma:

“Nossa convicção de investimento é que portfólios que integrem sustentabilidade e questões climáticas provém retornos melhor ajustados ao risco aos investidores, e com o impacto da sustentabilidade nos retornos de investimento aumentando, nós acreditamos que investimentos sustentáveis são a fundação mais forte para os portfólios dos clientes daqui para frente.” - Larry Fink

Fink está longe de ser uma voz solitária no setor financeiro. De acordo com a provedora de dados Bloomberg, ativos rotulados como sustentáveis ao redor do mundo estão a caminho de exceder US\$53 trilhões até 2025, representando mais que um terço do valor projetado de US\$ 140 trilhões de ativos sob gestão no mundo. Essa tendência avassaladora de crescimento é impelida em boa parte pelas novas gerações. Segundo pesquisa realizada pela Morgan Stanley (2022), 86% dos Millennials demonstram interesse em investimentos sustentáveis, ou em investir em empresas ou fundos que buscam gerar retornos financeiros enquanto buscam impactos socioambientais positivos. No entanto, devido a uma ainda baixa maturidade do setor financeiro quanto a questões de sustentabilidade, onde ainda há uma carência de definição comum ou estrutura legal para ativos ESG (Pucker, 2021), uma grande quantidade dos ativos rotulados como sustentáveis falham em apresentar a pretendida adicionalidade. Por exemplo, se um gestor de ativos decidir investir no universo de 10% das empresas mais bem classificadas entre as que possuem rating

ESG, o fundo ESG pode acabar detendo ações de empresas de combustíveis fósseis e armas de fogo (Pucker, 2021). Avanços quanto a definição de que classes de ativos podem ser consideradas sustentáveis, a exemplo de uma taxonomia, como fez a União Europeia, são boas iniciativas para os mercados ao redor do mundo.

A relevância que a sigla ESG tem ganhado está incomodando alguns setores conservadores da sociedade. Nos Estados Unidos da América (EUA), por exemplo, observa-se uma crescente politização da pauta, despertando um forte movimento contra os investimentos sustentáveis e tudo o que levar a sigla ESG (Teixeira Jr., 2022). Esse movimento anti-ESG tem sido capitaneado por legisladores republicanos. O ex-vice-presidente Mike Pence afirmou que propostas de mais regulações ESG vão permitir que “radicais de extrema esquerda destruam por dentro os produtores de energia americanos”. Ron DeSantis, governador do estado da Flórida, anunciou em agosto que os fundos de pensão do estado não poderão mais tomar decisões de investimento baseadas em critérios ambientais, sociais ou de governança. Ted Cruz, senador texano, tem chamado investidores que compartilham de ideias como a de Larry Fink de “*woke*”, um termo inicialmente cunhado para designar pessoas antirracistas, mas que passou a designar de forma pejorativa todo tipo de tema ou indivíduo associado à esquerda. Legisladores de onze estados americanos já anunciaram que pretendem apresentar projetos para limitar ou proibir o uso de critérios pelos administradores de recursos públicos (Teixeira Jr., 2022). Diversas Instituições Financeiras relevantes estão repensando suas adesões a compromissos públicos em temáticas ambientais e sociais dado o crescente risco de litígios. A Vanguard, que possui US\$ 7 trilhões sob gestão, recentemente anunciou sua saída da *Net Zero Asset Managers* (NZAM), lançada no final de 2020 para encorajar gestoras de ativos a atingirem metas net zero e a limitar o aumento da temperatura do planeta (Reuters, 2022). Robert Eccles (2023) argumenta que não faz sentido essa politização do ESG, visto que se trata apenas da gestão atenta de fatores de risco materiais pelas companhias e investidores. Eccles (2023) afirma que um dos pilares do bom funcionamento dos mercados de capitais é a transparência, que inclui o relato sobre fatores de risco materiais que pautam a alocação de capital e a criação de valor. Ele afirma que isso inevitavelmente irá abarcar algumas questões ambientais e sociais, visto que, os mercados de capitais não existem em um vácuo apartado do planeta e da sociedade (Eccles, 2023). Por fim, apesar dessa leve desaceleração

do fluxo de recursos para investimentos sustentáveis, o segmento ESG ainda é um dos que mais cresce nas finanças globais (Teixeira Jr. 2022).

O crescente apetite dos novos investidores por opções de investimentos que refletem seus princípios e ideais, juntamente com o enorme desafio de financiar o avanço frente a Agenda 2030 e os Objetivos do Desenvolvimento Sustentável da ONU (ODS), estimado em torno de US\$ 5 trilhões a US\$ 7 trilhões por ano entre 2015 e 2030 (World Bank, 2020), demandam inovações por parte das instituições financeiras para criar instrumentos que alinhem incentivos econômicos a resultados positivos para a natureza e sociedade (Maltais et al., 2020). Investimentos orientados por aspectos ESG respondem a essas demandas. Eles podem ser feitos de forma direta em projetos e empreendimentos ou através de diferentes produtos financeiros. Sendo os dois mais importantes os títulos de ações (ou *equities*; cotas em companhias de capital aberto) e títulos de dívida (p.e. *Bonds*) emitidos por organizações e entes soberanos (Park, 2019). O presente trabalho focou no segundo.

Green, Social, Sustainability and Sustainability-linked (GSS+) Bonds representam esse movimento dentro do mercado de dívida, sendo uma nova classe de ativos, conhecida como títulos rotulados, que tem crescido exponencialmente ano a ano. Esse mercado foi inaugurado em 2007, quando o primeiro *Green Bond* foi emitido pelo *European Investment Bank*, sobre o rótulo de *Climate Awareness Bond*, como um título estruturado com os recursos dedicados a projetos de energia renovável e eficiência energética (IFC, 2016). Bancos de Desenvolvimento Multilaterais foram os únicos emissores de *green bonds* até 2012, quando os primeiros títulos corporativos foram emitidos. Desde então o mercado cresceu substancialmente, tendo atingido a marca de US\$992 bilhões de dólares movimentados em 2021, com previsão de atingir o montante de US\$ 1,35 trilhão em 2022, como mostra a Figura 9. O mercado de dívida rotulada representou 11% do mercado de dívida global em 2021 e projeta-se que essa participação cresça para 17% em 2022, (S&P Global, 2022) como mostra a Figura 10.

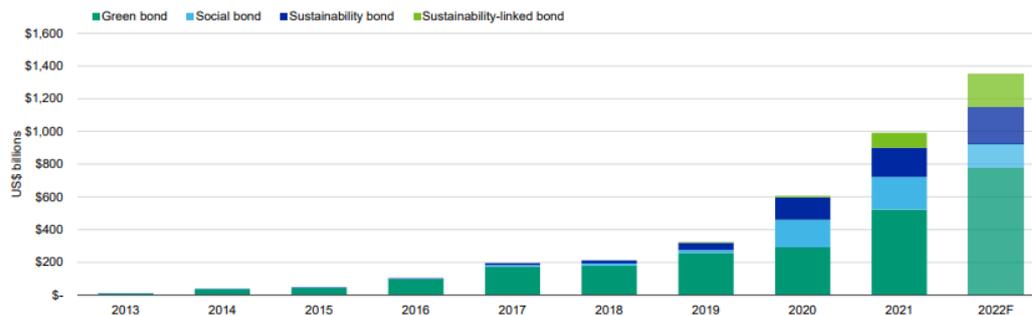


Figura 9: Evolução em bilhões de dólares das emissões de títulos de dívida com atributos socioambientais, diferenciadas pelos 4 principais rótulos. Fonte: Moody's (2022)

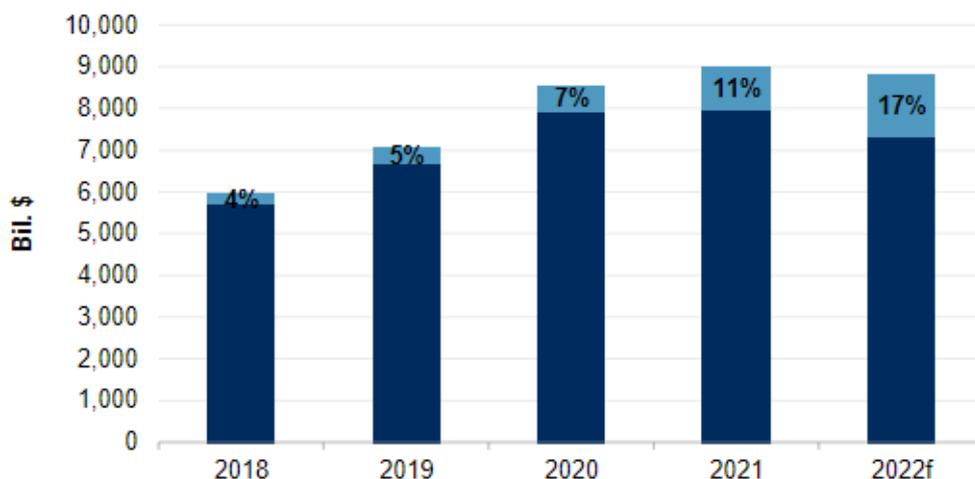


Figura 10: Evolução da representatividade dos títulos rotulados no mercado de dívida global. Fonte: S&P Global (2022).

Os títulos rotulados podem ser estruturados de duas formas, os *Green*, *Social* e *Sustainability Bonds* constituem operações baseadas em Uso de Recursos, onde o valor captado na operação deve ser destinado a projetos específicos que tenham adicionalidade ambiental, social ou ambos. Já os *Sustainability-Linked Bonds* são operações baseadas em Desempenho ESG, ou seja, a organização emissora pode usar o montante captado da maneira que lhe convier, porém se compromete a atingir determinada(s) meta(s) onde, caso falhe em cumprir, sofrerá um acréscimo na taxa de juros da operação ou outra penalização na estrutura financeira da dívida, ocasionando em um ônus financeiro. A Figura 11 ilustra essas duas formas de se vincular aspectos da sustentabilidade ao mercado de dívida.

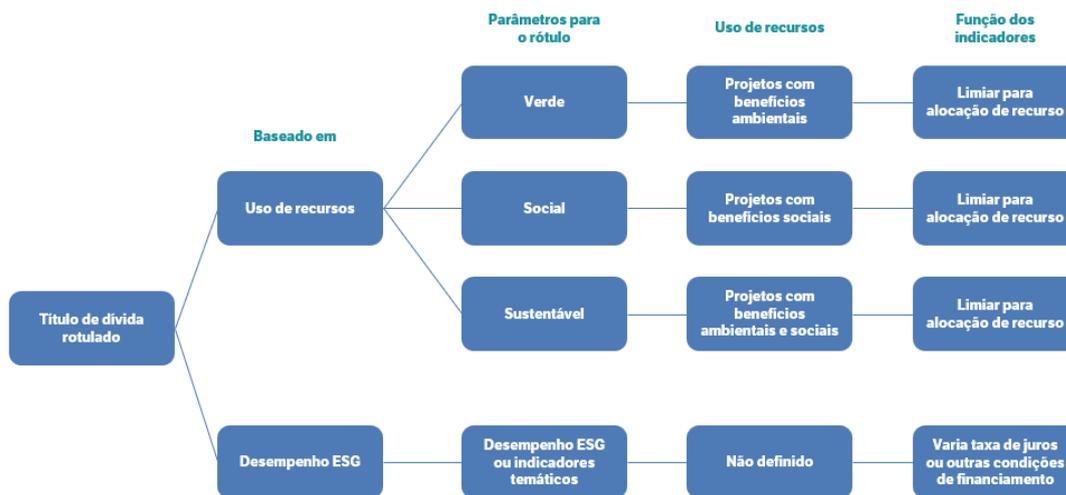


Figura 11: Diferentes tipos de títulos de dívida com rótulos de sustentabilidade por tipo de estrutura, parâmetros e função dos indicadores.

Por se tratar de um mercado ainda autorregulado, diretrizes que sejam amplamente aceitas se fazem necessárias para que se tenha clareza sobre o que pode e o que não pode ser rotulado como uma operação detentora de adicionalidade socioambiental. Nesse sentido, o primeiro esforço foi feito em 2007 pelo Banco Mundial através do *Green Bonds Programme*, seguido por uma iniciativa do *European Investment Bank* (EIB) em 2008. Posteriormente a isso, em 2010, a *Climate Bonds Initiative* lançou o *Climate Bond Standard and Certification Scheme*, ambos focados na emissão de *green bonds*. A partir de 2014, a ICMA (sigla para *International Capital Market Association*) passou a desenvolver recomendações e padrões para emissões de títulos rotulados que passaram a nortear o mercado. São eles os *Green Bond Principles (2014)*, *Social Bond Principles (2017)* e *Sustainability-Linked Bond Principles (2020)*. As diretrizes do ICMA são amplamente aceitas e regem o mercado de títulos rotulados atualmente. Elas passam por constantes atualizações a fim de aumentar a credibilidade e robustez das operações.

As diretrizes existentes servem para nortear as emissões de títulos rotulados, influenciando a forma com que as companhias potencialmente emissoras vão estruturar seus *frameworks* de financiamento sustentável. No entanto, se faz importante a comprovação da aderência desses *frameworks* às diretrizes. Dentro desse contexto, uma etapa que possui grande relevância no ciclo da operação é a opinião de segunda parte (mais conhecida pela tradução em inglês *Second Party Opinion*, ou pela sigla SPO). Normalmente exercida por consultorias especializadas em sustentabilidade, a SPO é um atestado de que o que está sendo proposto pela companhia emissora possui de fato adicionalidade socioambiental, e de que foi feito por meio

de uma análise aprofundada de aderência às diretrizes. A prática da SPO não é obrigatória. No entanto, é altamente recomendável para aumentar a credibilidade do que está sendo proposto, dessa forma dando mais confiança ao investidor.

3.2 Sustainability-Linked Bonds

O presente trabalho foca nos instrumentos baseados em desempenho ESG, definidos pelo ICMA (2020) como sendo qualquer tipo de instrumento de título de dívida que incentive o emissor a atingir objetivos em performance de sustentabilidade predeterminados. As características financeiras e/ou estruturais do título podem variar dependendo do atingimento desses objetivos. Metas de performance de sustentabilidade (*SPTs*, do inglês *Sustainability Performance Targets*) são definidas para esses objetivos, mensuradas a partir de indicadores de performance chave (*KPIs*, do inglês *Key Performance Indicators*) predefinidos e verificados externamente por uma terceira parte. Esses KPIs podem incluir ratings externos (ESG ratings) ou métricas, como as emissões de gases de efeito estufa de uma empresa ou o número de mulheres em cargos de liderança, por exemplo. *Sustainability-linked bonds* são fundamentalmente diferentes dos *green bonds*, visto que não há cláusula de “uso de recursos” para a categorização de SLBs e o montante captado pode ser utilizado livremente pelo emissor. O propósito dos SLBs é a melhora do perfil de sustentabilidade através do vínculo entre os termos financeiros do título e o atingimento das SPTs predeterminadas (Kölbel & Lambillon, 2022). Os *Sustainability-Linked Bond Principles* (também chamados pela sigla SLBP) (ICMA, 2020) definem 5 componentes cujos emissores devem estar aderentes ao estruturar sua operação, são eles:

1. **Seleção de indicadores (KPI)**, onde eles devem ser:
 - a. Relevantes, centrais, materiais para o modelo de negócio e altamente estratégicos para as operações atuais/futuras da organização;
 - b. Mensuráveis ou quantificáveis a partir de uma base metodológica consistente;
 - c. Verificáveis por partes externas;
 - d. Comparáveis a benchmarks, facilitando a avaliação da ambição.

2. **Calibragem das metas – *Sustainability Performance Targets* (SPT),**

que devem ser:

- a. Ambiciosas, significantes e baseadas em desempenho recente;
- b. Relacionadas à estratégia ESG da emissora e seus impactos;
- c. Públicas e transparentes;
- d. Verificadas externamente por instituição independente e qualificada.

3. **Características do título:**

- a. As características financeiras do título (*i.e.*, juros) devem variar de forma comensurável e significativa em relação às características iniciais.

Relato:

- b. A performance nos KPIs selecionados deve ser reportada de forma regular, pelo menos anualmente, de forma acessível e transparente.

4. **Verificação:**

- a. A performance nos KPIs em relação às SPTs deve ser verificada por partes externas ao menos anualmente, e os resultados devem ser disponibilizados de forma pública.

Além de estarem aderentes aos 5 componentes dos SLBP (ICMA, 2020), o emissor deve ser capaz de provar isso para o mercado, portanto, se torna boa prática nas operações a contratação do SPO. Os KPIs de sustentabilidade são incluídos na documentação de estruturação do título, testados de forma regular e usados para determinação da taxa de juros (*coupon*) ao longo da vida do SLB. O ajuste dos juros tipicamente funciona da seguinte forma: caso a empresa falhe em atingir os critérios predeterminados, então a taxa de juros aumenta em 25 pontos base. O SLB em alguns casos pode estar vinculado a diversos SPTs, podendo então estar sujeito a diversos *step-ups* na taxa de juros (*i.e.*, 5 pontos base por SPT)(Kölbel & Lambillon, 2022). O típico *step-up* dos juros é 25 pontos base, mas pode ser maior ou menor dependendo do emissor. Em alguns casos, a taxa de juros pode decrescer em 25 pontos base no caso do cumprimento da SPT. A Figura 12 ilustra o mecanismo típico de um SLB.

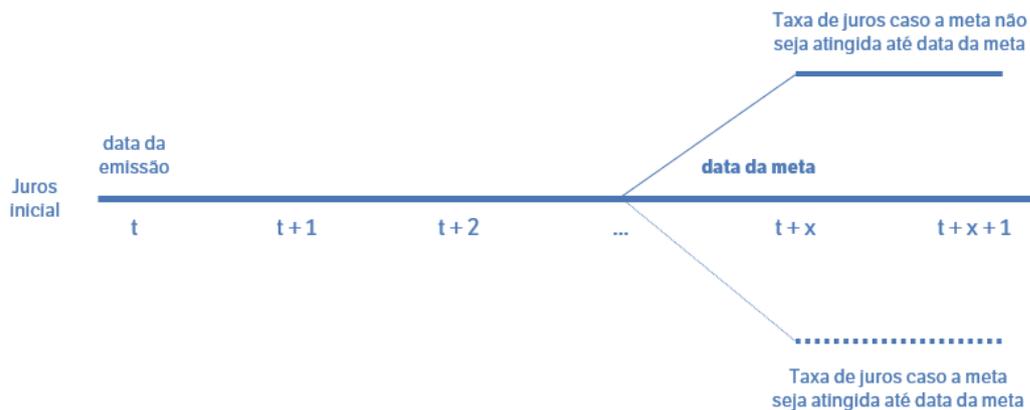


Figura 12: Representação do mecanismo típico de um SLB. O *step-up* do *coupon* é a forma mais usual de se estruturar a operação. Fonte: adaptado de (KÖLBEL & LAMBILLON, 2022)

O mercado de SLBs foi inaugurado em 2019 pela companhia italiana de energia ENEL, que vinculou a captação de US\$ 1,5 bilhão à meta de ampliar a participação de energia renovável para 55% da capacidade instalada frente ao *baseline* de 48% no momento da operação (*Sustainability-Linked Bonds*, ENEL). O título pioneiro foi chamado de *SDG-linked bond*, onde o não cumprimento da meta proposta iria automaticamente gerar um aumento de 25 pontos-base. Na época o mercado era dominado pelas operações baseadas em uso de recursos, sendo os *green bonds* as operações majoritárias, onde os recursos captados têm que ser exclusivamente destinados a um projeto específico que possua adicionalidade ambiental. A própria ENEL era uma emissora recorrente de *green bonds*, tendo levantado €3,5 bilhões no formato entre 2017 e 2019 (Reuters, 2019). Na época da emissão, a novidade foi recebida com ceticismo por alguns investidores “verdes”, muitos argumentaram que o novo formato traía princípios fundamentais em torno da responsabilidade e transparência (Reuters, 2019). No entanto, a ENEL acreditava que os *linked bonds* estariam mais bem alinhados à estratégia corporativa, dizendo que não havia mais necessidade para especificar a forma com que o dinheiro seria gasto e que não iria providenciar detalhes sobre como usaria os recursos, visto que, toda a companhia estaria direcionada a metas ambiciosas em energias limpas. O título teve grande demanda por parte dos investidores, com US\$ 4 bilhões em ordens, demonstrando claramente o apetite pelo novo formato. Banqueiros que participaram da operação relataram que o *feedback* foi excelente, com cerca de 70% das alocações indo para investidores que possuem uma estratégia aderente a critérios ESG (Reuters, 2019).

3.3 Atores do mercado de SLBs

A estruturação de uma operação de SLB requer o envolvimento de atores com papéis distintos, são eles escritórios de advocacia, que cuidam da parte jurídica da operação; os bancos, que cuidam dos aspectos financeiros e da distribuição do título no mercado e as consultorias especializadas em sustentabilidade, que aportam conhecimento técnico sobre questões ambientais e/ou sociais para atestar que o *framework* da operação está aderente aos SLBP (ICMA, 2020), seja por meio do SPO ou para apoiar a empresa emissora a estruturar o framework de sua operação. A primeira via de engajamento para uma empresa que quer emitir um título costuma ser o banco ou o escritório jurídico, visto que são organizações que as empresas já têm o costume de se relacionar no dia a dia.

3.4 Racionais por trás das emissões

A emissão de títulos rotulados por atores do setor privado ocorre devido a incentivos específicos que os motivam a acessar esse mercado. Para entender os racionais por trás das emissões de *sustainability-linked bonds*, se faz importante olhar para os *green bonds*, primo mais velho que possui literatura mais robusta devido a seu maior tempo de existência. Flammer (2021) aponta 3 principais racionais para as empresas buscarem a emissão de *green bonds*: custo de capital, em que companhias entendem que a emissão de *green bonds* proporciona a ela menor custo de financiamento; *greenwashing*, onde empresas emitem *green bonds* para se mostrarem como ambientalmente responsáveis embora não empreguem ações tangíveis para isso; e sinalização, para prover um sinal crível a seus stakeholders do compromisso da companhia com o meio ambiente.

Além dos três racionais apontados por Flammer (2021), uma questão que se faz material na emissão de um título de dívida rotulado é o relacionamento com os investidores, tanto os que investem no mercado de crédito (*Bondholders*) quanto os acionistas que compraram *equities* da companhia emissora (*Shareholders*). Instrumentos financeiros que permitam a melhor gestão dos interesses de seus *stakeholders* possuem grande valor para as empresas.

3.4.1 Custo de capital

O racional de menor custo de capital, ou seja, da existência de um prêmio de sustentabilidade que permite a empresa um financiamento mais barato enquanto os

investidores aceitam retornos menores pelo avanço em sustentabilidade é algo muito discutido pela literatura no mercado de títulos rotulados. O grosso das pesquisas se concentrou em analisar a existência desse prêmio no mercado de *green bonds*, não havendo consenso quanto ao assunto. Enquanto Slimane e colaboradores (Bem Slimane *et al.*, 2020) sugerem que títulos com atributos de sustentabilidade em média possuem taxas de juros ligeiramente inferiores quando comparados a títulos comum, Flammer (2021) em sua pesquisa sugere uma ausência de *greenium*⁶ para *green bonds*. Corroborada por outros autores como Larcker e Watts (2020) (Larcker & Watts, 2020), que argumentam que a existência de *greenium* é essencialmente igual a zero e achados contrários de alguns estudos foram resultado de especificações erradas de design metodológico, que assim produziram estimativas tendenciosas.

No caso dos SLBs, o mercado é ainda pequeno e demasiado recente para se tirar conclusões acerca do custo de capital. Liberadzki e colaboradores (2021) examinaram SLBs que foram recentemente emitidos pela companhia Tesco, encontrando evidências que sugerem um prêmio de sustentabilidade (*sustainability premium*) para o título emitido. Kölbel & Lambillon (2022) chegaram a resultados que fornecem evidências que esses instrumentos são precificados abaixo de seus contrafactuais não rotulados, significando que emissores de SLBs se beneficiam de um prêmio de sustentabilidade e que são os investidores que pagam pelas melhorias em questões socioambientais. Mais precisamente os resultados da análise demonstraram ainda que existe um diferencial de rendimento estatisticamente significativo de -29,2 pontos base entre SLBs e contrafactuais, e que esse diferencial é maior para os títulos que tem a opção de resgate antecipado⁷. Ainda segundo Kölbel & Lambillon (2022), eles apontam a existência de um "almoço grátis" ("*free-lunch*") para vários emissores. Quando o aumento médio da taxa de juros é inferior ao prêmio de sustentabilidade e entra em vigor no(s) último(s) ano(s) de um SLB, empresas se beneficiam de um custo de capital inferior para o financiamento mesmo quando

⁶ *Greenium* é um composto de "*green premium*". Às vezes é expressado como "prêmio verde" em português. Nesse contexto, *greenium* significa a economia que um emissor pode obter em seu custo de capital porque está emitindo um título verde, ou outro instrumento verde, em vez de um instrumento convencional

⁷ Um título passível de resgate antecipado, também conhecido como *callable bond*, é um título que o emissor pode resgatar antes de atingir a data de vencimento indicada. Um título resgatável permite que a empresa emissora pague sua dívida antecipadamente. Uma empresa pode optar por resgatar seus títulos se as taxas de juros do mercado caírem, o que permitirá que eles tomem emprestado novamente a uma taxa mais benéfica (Investopedia, 2022).

elas falham em atingir a(s) SPT(s). Além disso, a maioria dos SLBs que possuem uma penalidade elevada possuem opção de resgate antecipado (*callable bonds*), o que permite que o emissor reduza o potencial de penalidade. Berrada *et al.* (2022) conclui que se faz necessário que os investidores possuam literacia em finanças sustentáveis, de modo a conseguir avaliar o teor de adicionalidade socioambiental proposto, para prevenir sobrevalorização dessas questões, que no fim beneficiam o acionista da empresa emissora. Ainda segundo Berrada *et al.* (2022), para atingir esse objetivo, os recursos de investidores, em especial os institucionais, devem ser direcionados de forma menos mecânica para essas questões, visto que o excesso de demanda por ativos sustentáveis tem desempenhado um papel nos *premium* anormais e nas intencionais transferências de riquezas entre *shareholders* e *bondholders*, aspecto a ser discutido mais adiante na presente seção. Além do fator demanda, outros fatores importantes que influenciam a taxa de juros são os efeitos de liquidez e reputação, como o fato de a empresa ser conhecida no mercado ou de já ter relacionamento com investidores interessados pelo tema (Bertão, 2022). No entanto, recentes acontecimentos onde emissões de SLB têm sido foco de escrutínio do mercado quanto a credibilidade das metas dos emissores podem vir a ameaçar a existência do *greenium*, visto que, é possível que mais e mais investidores fiquem preocupados acerca da exposição a riscos de *greenwashing* (Vulturius *et al.*, 2022).

3.4.2 Greenwashing

O *greenwashing*, já explicado anteriormente, não apresenta somente o risco de títulos rotulados como sustentáveis serem usados como uma ferramenta de marketing para alavancar dinheiro, a prática carrega o potencial de colocar as raízes dos investimentos sustentáveis em risco (Kareflod & Ljungquist, 2018). Diversos investidores conscientemente alocam seu dinheiro em instrumentos sustentáveis com o incentivo de contribuir para mudanças reais. Se esses investimentos são alocados em títulos rotulados incapazes de cumprir seu propósito, a credibilidade do mercado é manchada (Lefort & Barret, 2017). Como o mercado é pautado em reputação e credibilidade, alguns escândalos maiores envolvendo títulos desacreditados tem o potencial de pôr em risco a relevância e futuro do mercado inteiro de títulos rotulados (Shishlov *et al.*, 2016).

Os *sustainability-linked bonds* e os *green bonds* impactam o perfil de sustentabilidade da companhia emissora de formas distintas e, portanto, estão vulneráveis a

greenwashing de formas diferentes. Enquanto a emissão de um *green bond* pode gerar investimentos adicionais em projetos “verdes”, também pode substituir formas regulares de financiamento desses projetos. Como resultado, a companhia emissora pode potencialmente emitir um *green bond* enquanto aumenta seus investimentos em projetos “marrons”, alinhados ao que se chama de *business-as-usual* (Kölbel & Lambillon, 2022). Por outro lado, os SLBs parecem oferecer um mecanismo de geração de impacto relativamente simples. SLBs vinculam o custo do financiamento ao cumprimento de metas de performance de sustentabilidade, dessa forma gerando um claro incentivo financeiro para os emissores atingirem os compromissos propostos. O atingimento das SPTs e a consequente melhora da performance nos KPIs escolhidos tem potencial para imunizar os SLBs de *greenwashing*, se mecanismos compatíveis com os incentivos forem devidamente projetados (Berrada *et al.*, 2022). Dado o estágio inicial do mercado de SLB, sabe-se muito pouco acerca da compatibilidade dos incentivos desses instrumentos (*i.e.*, se os títulos realmente incentivam os líderes a atingir as metas de sustentabilidade) e as condições sob as quais os SLBs permitem que empresas genuinamente motivadas sinalizem sua dedicação a metas de sustentabilidade.

Uma recente pesquisa conduzida por gerentes de investimentos globais mostrou que investidores estão preocupados sobre os riscos de *greenwashing* nas emissões de SLBs (Natixis, 2021). Notavelmente, alguns dos mais proeminentes investidores de *green bonds* criticaram os SLBs pela sua falta de transparência sobre a forma com que os recursos captados contribuem para a melhoria da performance em sustentabilidade do emissor, que as SPTs podem ser manipuladas de forma a torná-las mais fáceis de se atingir e que os *step-ups* na taxa de juros não são íngremes o suficiente para incentivar os emissores a priorizarem as metas (Liberatore, 2021). Além disso, pode-se dizer que a existência do recurso de resgate antecipado para a grande maioria dos SLBs adiciona questões às preocupações sobre *greenwashing*, visto que o recurso tem o potencial de reduzir a penalidade futura do emissor e seu compromisso com o atingimento da meta.

Portanto, para a identificação de possíveis motivações de *greenwashing* na emissão de SLBs, se faz necessário uma análise metódica das características de sustentabilidade, principalmente do(s) KPI(s) escolhido(s), do nível de ambição da(s) SPT(s) e das características financeiras (step-up e se tem recurso de resgate antecipado)(Kölbel & Lambillon, 2022). Logo, pode-se dizer que os SLBs possuem

características promissoras em relação ao combate ao *greenwashing*, mas requerem atenta diligência dos atores do mercado.

3.4.3 Sinalização para o mercado

As empresas sabem mais de suas capacidades que seus investidores e *stakeholders*. Essa assimetria de informação induz a custos de transação para identificar as empresas com as características desejáveis (Akerlof, 1970; Williamson, 2007). Adequadamente, se faz do maior interesse das empresas a redução dessa assimetria de informações por meio do envio de um sinal, ou seja, tomando ações que de forma crível transmitam essas informações. Na teoria da sinalização, um sinal é dito crível quando se faz custoso para companhias com características menos desejáveis imitá-lo (Riley, 1979; Spence, 1973).

A emissão de títulos rotulados pode ser interpretada através das lentes da teoria da sinalização (Flammer, 2021). Investidores usualmente carecem de informações suficientes para a avaliação do comprometimento com questões socioambientais de empresas (Lyon & Montgomery, 2015). Da perspectiva do investidor, isso gera uma demanda para a possibilidade de distinção (com credibilidade) entre as empresas que estão comprometidas com a agenda da sustentabilidade e aquelas que não estão (Flammer, 2021).

O acesso ao mercado de títulos rotulados oferece essa plataforma para que empresas possam sinalizar seu compromisso com a agenda da sustentabilidade. A credibilidade desse sinal pode ser considerada boa, dado que os títulos costumam ser certificados por terceira parte independente que possui expertise em questões socioambientais (Flammer, 2021). O papel de sinalização da emissão de títulos rotulados é frequentemente mencionado em relatos anedóticos. Por exemplo, o *Chief Financial Officer* da Unilever, ao emitir um *green bond* no valor de 250 milhões de libras, declarou que: “o *green bond* era mais um passo com a intenção de demonstrar à comunidade financeira a centralidade da sustentabilidade no modelo de negócios do grupo” (Flammer, 2021). Já a Suzano, em seu *Sustainability-Linked Securities Framework* (Suzano 2020) para emissão de um *sustainability-linked bond* no valor inicial de US\$ 750 milhões, e que 2 meses depois emitiu mais US\$ 500 milhões de dólares, declarou que: “A fim de aumentar o poder de nossa empresa para lidar com questões ambientais onde temos a capacidade de efetuar mudanças

positivas, pretendemos emitir *sustainability-linked securities* (“SLSs”), que podem incluir *Sustainability-Linked Bonds* (“SLBs”), de tempos em tempos e se comprometem com resultados ambientais específicos com “*skin in the game*”⁸, alavancando cronogramas ambiciosos para alcançar um desempenho de sustentabilidade que é relevante, essencial e material para o nosso negócio”.

O argumento da sinalização oferece diversas implicações verificáveis. Primeiramente, literatura prévia demonstra que acionistas respondem positivamente ao engajamento de empresas perante questões ambientais (Flammer, 2021). Vários estudos de eventos demonstraram retornos positivos anormais como resposta ao comportamento ambientalmente correto de empresas (Flammer, 2013; Krüger, 2015). Similarmente, Flammer (2015) descobre que o mercado de capitais responde positivamente a adoção de propostas fechadas de acionistas defendendo a busca de práticas ambientalmente corretas. Logo, à medida que os títulos rotulados (principalmente os que tem características ambientais) sinalizam um compromisso crível com a agenda de sustentabilidade, se espera que a resposta do mercado de capitais à emissão desses títulos será positiva (Flammer, 2021). Essa resposta é mais acentuada para títulos que são verificados por terceira parte e quando a empresa está emitindo pela primeira vez. Outra implicação é que, a partir da emissão de títulos rotulados, espera-se que a propriedade por investidores de longo-prazo e que valorizam a agenda da sustentabilidade aumente, visto que, ao enviarem um sinal crível para o mercado acerca de seu compromisso socioambiental, espera-se que a companhia se torne mais atrativa para uma clientela de investidores que é mais sensível a essas questões (Flammer, 2021).

3.5 Sustainability-linked bonds e o equilíbrio entre os interesses de diferentes perfis de investidores

O avanço frente a agenda de sustentabilidade usualmente gera opiniões conflitantes por certas partes interessadas no negócio, principalmente os investidores. Separando esse *stakeholder* em dois grupos; um grupo mais conservador, cuja expectativa sobre seus investimentos é a maximização do retorno, independente das externalidades; enquanto o outro grupo se dispõe a renunciar a certa porcentagem de seu retorno pela mudança positiva que seu investimento vai ter frente a desafios

⁸ Expressão em inglês que significa ter um investimento pessoal em algo e, portanto, um interesse legítimo e profundo em seu sucesso.

socioambientais. Ambos os grupos representam potenciais fontes de capital para as companhias, portanto o cenário ideal seria conciliar ambos os interesses.

A maximização de valor para o acionista (*shareholder*) e avanços contundentes na agenda de sustentabilidade normalmente são aspectos complexos de serem endereçados conjuntamente. No entanto, SLBs oferecem às empresas a oportunidade de perseguir metas ESG sem que o rendimento do acionista seja comprometido. Dado que atualmente há uma demanda altíssima por produtos de investimentos com credenciais de sustentabilidade ou metas de performance, empresas que emitem SLBs usualmente são capazes de acessar um prêmio (*greenium*), como apontado por Köbell & Lambillon (2022), Liberadzki *et al.* (2021), e Berrada *et al.* (2022). Logo, a não ser que os custos de se atingir as metas de sustentabilidade propostas (SPTs) não excedam o que foi poupado pelo capital mais barato, SLBs essencialmente conseguem que investidores de impacto ESG paguem por tais avanços (Povilonis, 2021). Dessa forma, a diretoria executiva pode evitar o risco de violar seus deveres fiduciários, sendo algo muitas vezes inerente a implementação de ações ESG, usualmente custosas no curto-prazo. Ao mesmo tempo, consegue ser responsiva a investidores que valorizam o avanço em questões de sustentabilidade devido ao fato de estarem se comprometendo a dar passos concretos para alcançar as metas propostas. Dado que não são os *shareholders* mas sim os *bondholders* que acabam financiando a meta ESG, a maximização do retorno para os *shareholders* não é impedida (Povilonis, 2021). Outro fator positivo dos SLBs é a transparência dada sobre os avanços em questões socioambientais que a companhia está se comprometendo por meio do investimento. Isso evita dúvidas inerentes a multifacetada agenda ESG, onde a liderança da companhia tem que decifrar preferências concorrentes de seus *shareholders*, onde muitos compraram ações da empresa a partir da premissa que o dever dos diretores da empresa é a maximização do retorno sobre o investimento feito, sendo completamente avessos a pagar por avanços que não corroborem essa perspectiva. SLBs habilitam investidores a analisarem todos os termos do contrato antes de entrar nele, para que o sacrifício de retorno financeiro ocorra somente quando realmente se quer (Povilonis, 2021).

Do ponto de vista do equilíbrio de interesses para as partes interessadas na operação de emissão de um título por uma empresa, sendo os principais os investidores acionistas (*shareholders*) e os investidores que adquirem o título de dívida (*bondholders*), o SLB parece ser um instrumento capaz de satisfazer ambas as partes. A

forma com que a operação é estruturada, podendo haver aumentos ou decréscimos na taxa de juros, proporciona que os investidores, através de SLBs, incentivem as companhias a adotarem uma ampla gama de melhorias em sustentabilidade. Os investidores só pagarão pelas melhorias se elas de fato ocorrerem, dessa forma, da perspectiva de investimento de impacto, os SLBs constituem um mecanismo promissor (Kölbel & Lambillon, 2022).

3.6 Cenário do mercado de *Sustainability-Linked Bonds* e projeções e tendências

O mercado dos GSSS+ Bonds (sigla para *Green, Social, Sustainability, Transition and Sustainability-Linked Bonds*) tem crescido de forma exponencial. Os SLBs em especial têm apresentado um ritmo de crescimento massivo nos três anos que se passaram desde a emissão pioneira da Enel em 2019. A publicação dos *Sustainability-Linked Bonds Principles*, pelo ICMA, em junho de 2020 ajudou a alavancar o amadurecimento do mercado, tornando mais claro aos investidores as características que a operação deve possuir para apresentar adicionalidade socioambiental. Além disso, a percepção do formato inclusivo dos SLBs contribuiu para o crescimento do segmento, onde há menos restrições em torno da emissão. De 2020 para 2021 observou-se um aumento de 941% do tamanho do mercado, com todos os indicadores apresentando taxas massivas de crescimento, como pode-se observar na Tabela 1, sendo o instrumento rotulado que apresenta a maior evolução em todos os parâmetros contidos na tabela.

	2021	2020	Evolução percentual ano a ano
Tamanho do mercado	US\$ 118.8 B	US\$ 11.4 B	↑ 941%
Número de emissores	200	31	↑ 545%
Número de instrumentos	277	33	↑ 739%
Tamanho médio do instrumento	US\$428.8 M	US\$ 345.6 M	↑ 24%
Número de países	35	15	↑ 133%
Número de moedas	16	7	↑ 129%

Tabela 1: Comparativo demonstrando o crescimento exponencial do mercado de *sustainability-linked bonds* entre o ano de 2020 e 2021. Fonte: adaptado de *Climate Bonds Initiative, Sustainable debt global state of the market 2021*.

As emissões de SLBs vieram majoritariamente de empresas privadas com pequena participação de instituições financeiras e empresas públicas, como pode-se observar na Figura 13. Empresas privadas contabilizaram 89,5% das emissões de SLB em 2021. O maior emissor individual de SLB foi a Enel, que emitiu US\$ 11 bilhões em três operações em 2021. Instituições financeiras representaram 4,9%, sendo o maior emissor o *China Construction Bank*, que emitiu um par de títulos no valor de US\$ 1.2 bilhão. Já entidades apoiadas pelo governo representaram 5,6% das operações de SLB, com predominância do setor de *utilities*, além de algumas emissões de aeroportos e universidades. A maior operação foi uma emissão de US\$ 889 milhões do grupo grego de energia elétrica *Public Power Corp* (*Climate Bonds Initiative, 2022*).

A partir de uma perspectiva geográfica, como mostrado na Figura 14, percebe-se que a maioria das emissões tiveram origem na Europa no ano de 2021, com a região contando com mais do que 60% das emissões. Os países que mais contribuíram como fontes de emissões de SLB foram a Itália e a França. A China aparece em terceiro no ranking, embora tenha tido a maior diversidade de emissores (30), um número bem maior que o da Itália (11). No entanto, as operações chinesas foram relativamente menores, sendo a maior emissão a da *State Grid Corp of China* no

valor de US\$ 800 milhões (*Climate Bonds Initiative, 2022*). Quanto ao prazo dos títulos, a maioria dos SLBs emitidos em 2021 (79,1%) teve um prazo de 5 anos ou mais, metade desse montante (49,8%) ficou entre 5 e 10 anos, e 27,8% na zona de 10 a 20 anos de prazo para maturidade. A América do Norte demonstrou uma clara preferência para títulos com prazos maiores, enquanto a Ásia-Pacífico tendeu a títulos de prazos menores. (*Climate Bonds Initiative, 2022*).

SLBs são usualmente descritos como uma solução de financiamento ideal para emissores dos chamados *hard-to-abate sectors* (setores de difícil abatimento de emissões de GEE), que não possuem os ativos requeridos para *green, social ou sustainable bonds (GSS bonds)* tradicionais, mas ainda sim procuram ligar seu financiamento a jornada de descarbonização. No entanto, SLBs são comumente usados por outros, inclusive aqueles que poderiam emitir *GSS bonds*. O uso de SLBs por esses dois grupos se faz evidente na análise de participação dos setores da economia no mercado de SLBs, representado graficamente na Figura 15. Destaque para os setores de *Utilities* e *Industrials*, que foram os que mais contribuíram para a expansão do mercado.

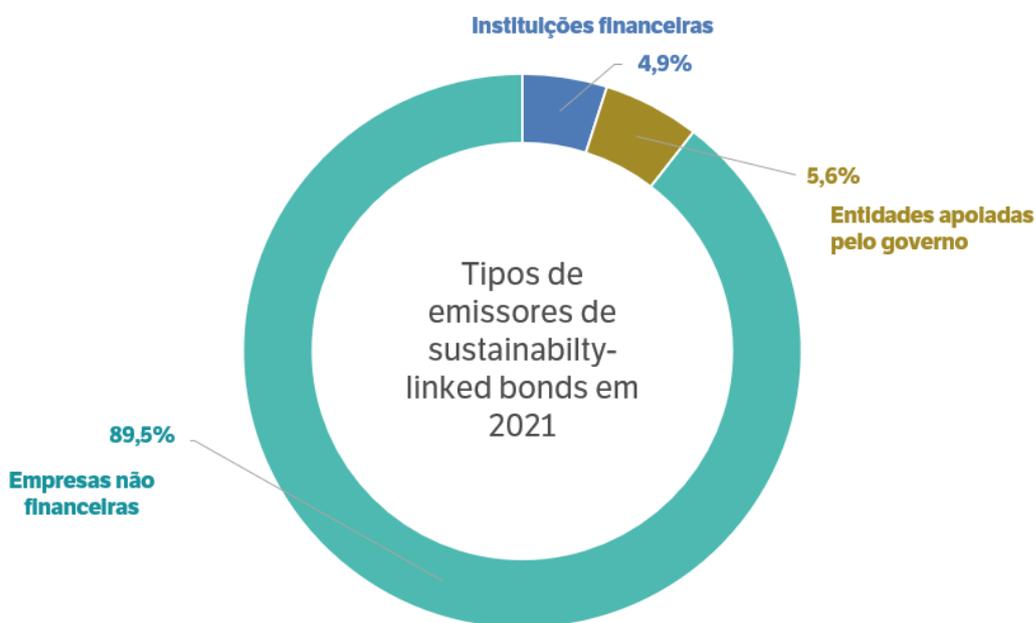


Figura 13: Percentual de participação em emissões de *Sustainability-Linked Bonds* no ano de 2021 separados por tipo de organização. Fonte: adaptado de *Climate Bonds Initiative, Sustainable debt global state of the market 2021*

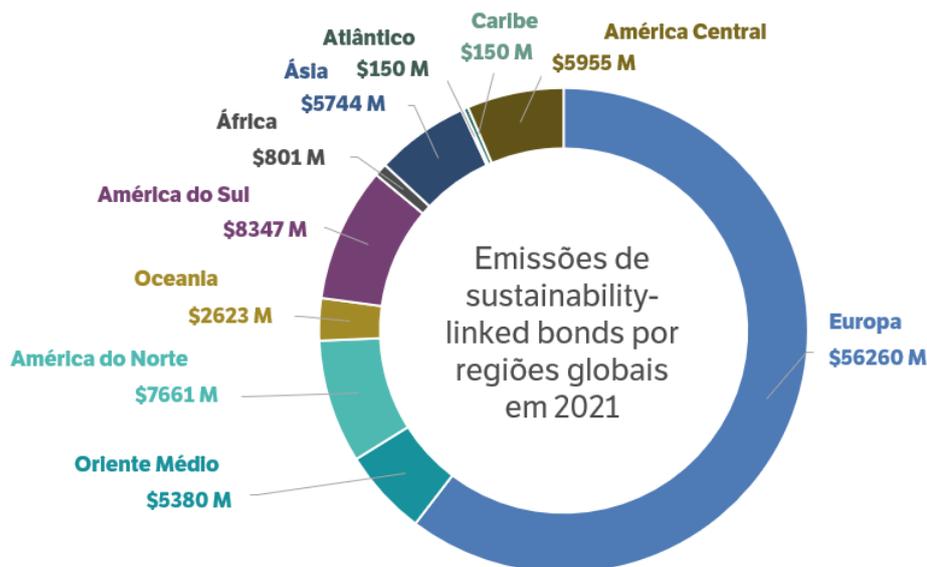


Figura 14: Montante em milhões de dólares movimentado em emissões de *Sustainability-Linked Bonds* separados por regiões do mundo. Fonte: adaptado de *Environmental Finance, Sustainable Bonds Insight 2022*.

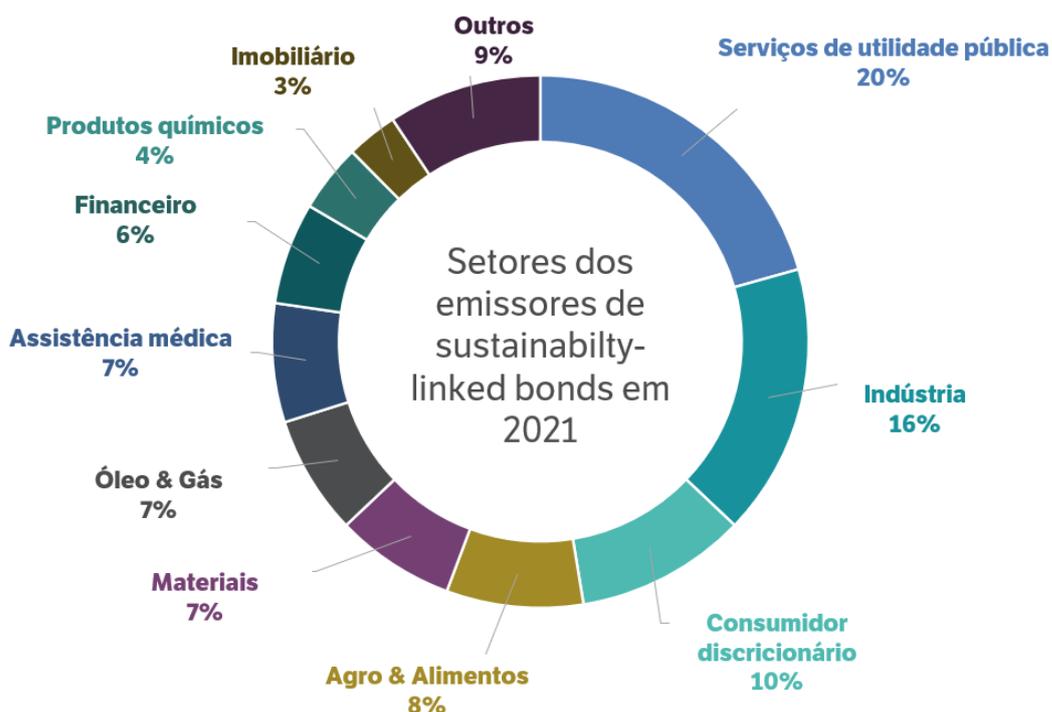


Figura 15: Percentual de participação em emissões de *Sustainability-Linked Bonds* no ano de 2021 separados por setores da economia. Fonte: adaptado de *Climate Bonds Initiative, Sustainable debt global state of the market 2021*.

Por se tratar de um mercado ainda em franco desenvolvimento, esforços em recomendações e padrões se fazem necessários para introduzir comparabilidade e integridade ao mercado. Atualmente, as organizações mais relevantes nesse âmbito são a *Climate Bonds Initiative* (CBI) e a *International Capital Market Association*

(ICMA). As diretrizes fornecidas pelo ICMA são universalmente aceitas como parâmetro para atestar a qualidade da emissão em termos de adicionalidade socioambiental. Já o CBI pautou sua atuação na estruturação de taxonomia para critérios de certificação de *green bonds* que tenham como objetivo a transição para a economia de baixo carbono, sendo amplamente reconhecido pelo mercado como um fator diferencial na credibilidade do título. O CBI está se mobilizando para ampliar seu escopo de atuação, visto que está desenvolvendo uma metodologia para atestar a credibilidade de uma estratégia de descarbonização ampla de uma empresa, algo que constituirá as bases para uma certificação para *sustainability-linked bonds* que possuam KPIs relacionados a redução de emissões de GEE, que constituem ampla maioria das operações atualmente. O artigo “*Transition finance for transforming companies*” (CBI, 2021) apresenta as diretrizes e abordagens para que uma estratégia de descarbonização seja considerada crível, robusta e alinhada ao objetivo de viabilizar uma economia de baixo carbono, na Figura 16 pode-se entender os 5 marcos que constituem a metodologia que está sendo desenvolvida.

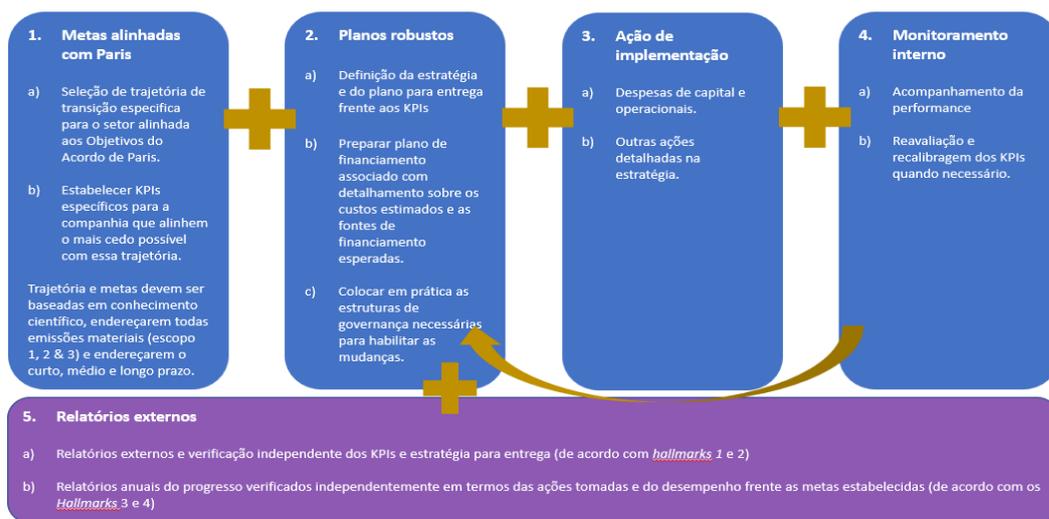


Figura 16: Representação dos elementos esperados de uma estratégia de descarbonização robusta de acordo com o CBI. Fonte: *Climate Bonds Initiative, Transition finance for transforming companies*.

A partir do cenário apresentado, pode-se perceber que os SLBs caíram nas graças das empresas. A tendência é que o crescimento se perpetue e o mercado amadureça como um todo, havendo assim mais consenso sobre as diretrizes, formatos e referências para que se possa discernir entre uma emissão que de fato contribua para o avanço frente aos grandes desafios da agenda da sustentabilidade e outras que façam uso do rótulo para praticar *greenwashing*.

4 EMISSÕES DE SUSTAINABILITY-LINKED BONDS DE EMPRESAS BRASILEIRAS

Nesse capítulo realiza-se um estudo sobre o as emissões de *sustainability-linked bonds* realizadas por empresas brasileiras. O foco é propiciar maior entendimento sobre o perfil de sustentabilidade das empresas que estão acessando esse tipo de instrumento rotulado, em termos de práticas e reconhecimento do mercado, e sobre as temáticas dos KPIs vinculados as operações. Primeiro discorre-se sobre as diferentes formas e contextos com que as emissões podem ocorrer. Após isso, analisa-se os KPIs das operações, onde busca-se entender quais são as temáticas e dimensões mais comumente vinculadas. Por fim, traça-se um panorama do perfil de sustentabilidade das empresas brasileiras emissoras de SLBs. Isso ocorre a partir de uma análise de aderência a critérios como presença em índices temáticos, adoção de boas práticas de relato, reconhecimento científico de metas e listagem no Novo Mercado da B3.

4.1 Cenário América Latina e emissões brasileiras

No mercado de emissões rotuladas da América Latina, o instrumento que mais movimentou dinheiro em 2021 foi o SLB (Figura 17), representando 32% do que foi captado com algum rótulo de sustentabilidade, totalizando US\$ 14,301 milhões.

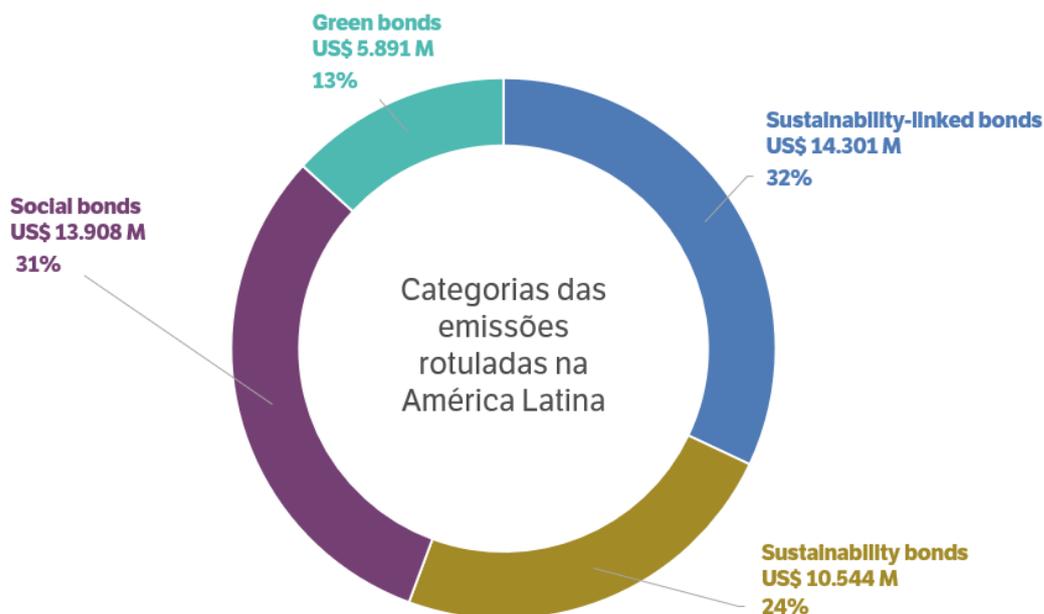


Figura 17: Representatividade de cada categoria de emissão rotulada no mercado e crédito sustentável da América Latina em 2021. Fonte: adaptado de Environmental Finance, 2022.

A América Latina foi a única região do mundo em que os *sustainability-linked bonds* foram predominantes (Environmental Finance, 2022). Logo, percebe-se que as empresas da região foram rápidas na adoção do novo instrumento, cuja primeira emissão foi da Suzano em setembro de 2020, que representou também a segunda emissão de SLB do mundo.

Para estudar o mercado de SLBs no Brasil usou-se a base de dados da NINT (*Natural Intelligence*, ex-Sitawi), que organiza em uma planilha de acesso público informações sobre as operações brasileiras de crédito com atributos socioambientais. Na base de dados há registro de 29 operações vinculadas a desempenho ESG, desse montante, 17 são Bonds⁹, 9 são Debêntures¹⁰, 2 são CRAs¹¹ (sigla para Certificado de Recebíveis do Agronegócio) e uma é debênture de infraestrutura¹²(NINT, 2022). No Quadro 1 encontram-se todas as 21 empresas que emitiram SLBs no Brasil.

empresas brasileiras emissoras de Sustainability-Linked Bonds						
Suzano	Grupo Boticário	Klabin	Simpar	Movida	Votorantim Cimentos	Eurofarma
Allonda	Natura	lochpe-Maxion	Rumo	Via Varejo	JBS	Dori Alimentos
Tim	Fleury	Bemol	B3	SulAmérica	TV Globo	Aegea Saneamento

Quadro 1: Lista das empresas brasileiras que emitiram títulos de dívida atrelados a metas de sustentabilidade. Fonte: base de dados NINT (2022).

Das 21 empresas emissoras, 18 são de capital aberto, sendo Bemol, Dori Alimentos e Allonda as únicas companhias a emitirem SLBs que são de capital fechado. Desde 2009 as empresas de capital fechado, desde que sociedades anônimas, podem emitir títulos de dívida (CVM, 2009), como debêntures e notas promissórias.

⁹ Os Bonds são títulos de dívida que podem ser emitidos por empresas ou por Governos, em busca de recursos. O emissor concorda em pagar uma taxa de juros pelo montante, que representa a remuneração dos investidores que adquiriram os títulos. O nome se refere aos títulos de investimento no exterior (Finanças Práticas, 2017).

¹⁰ Assim como os Bonds, as debêntures são títulos representativos de dívida emitidos por empresas com o objetivo de captar recursos para diversas finalidades. Os investidores, ao adquirirem esses papéis, têm um direito de crédito sobre a companhia e recebem remuneração a partir dos juros. Esses títulos corporativos podem ser emitidos por empresas de capital aberto ou fechado. Enquanto os Bonds são negociados no exterior, as debêntures se destinam ao mercado nacional (ANBIMA).

¹¹ Os certificados de recebíveis do agronegócio são títulos de renda fixa emitidos por empresas securitizadoras com o objetivo de financiar atividades ligadas ao setor agrícola. Por ser um mercado importante para a economia nacional, os investimentos nesses certificados recebíveis são isentos de Imposto de Renda, o que é um grande atrativo para muitos investidores (GENIAL, 2021).

¹² As debêntures de infraestrutura foram criadas pelo Governo Federal com o objetivo de incentivar obras de infraestrutura e inovação, como rodovias, aeroportos etc., pois elas beneficiam o país. Por conta disso, o tipo de investimento é regulamentado pela Lei 12.431/11 e tem como principal característica a isenção do IR, que incide sobre debêntures simples (RENOVA INVEST, 2021).

Títulos esses que não podem ser objeto de distribuição pública, mas devem ser objeto de distribuição restrita a um número limitado de investidores qualificados, sendo que uma das exigências é atestar mais de R\$ 1 milhão em investimentos (CVM, 2014).

4.2 Mercado nacional x internacional

Quanto à negociação dos títulos emitidos na operação, um fator de grande importância é a demanda dos investidores. Quanto maior for a demanda, mais chance de ocorrer o “greenium”, ou prêmio verde. As empresas têm a possibilidade de disponibilizar os títulos tanto no mercado nacional como no internacional. Em relação ao lado da demanda, os investidores internacionais já têm um nível de maturidade muito mais alto, que se traduz eventualmente em maior demanda e alguns potenciais benefícios de precificação, ainda de difícil mensuração. Gustavo Pimentel, sócio da NINT, ilustra sua percepção sobre a maturidade do mercado internacional para produtos ESG (Bertão, 2022).

“No mercado internacional, existe muita demanda por títulos ESG. A massa crítica de ativos geridos com filtro ESG é bem maior e muitos investidores têm “bolsos dedicados” à temática, com fundos com mandatos exclusivos para fazer operações ESG. Sempre que sai uma operação, há demanda” – Gustavo Pimentel

Por outro lado, os investidores locais ainda estão num momento de familiarização com esses instrumentos e a integração dos fatores ESG dentro das estratégias de investimentos. Dessa forma, a tendência local se encontra num estágio inicial, em que não se observa ainda, por exemplo, benefício de precificação e/ou ganho tangível para o emissor. Constatam-se motivações mais relacionadas ao posicionamento, estratégia de comunicação e de transparência da companhia. (GIZ & FiBras, 2022).

Entre as 29 operações de SLB brasileiras, 16 foram destinadas ao mercado internacional e 13 foram para o mercado nacional. Sendo a possibilidade de “greenium” maior nas emissões destinadas ao mercado internacional-

4.3 Perfil dos indicadores usados nas operações de *sustainability-linked bonds*

A escolha dos indicadores é um fator central para as emissões de SLBs. Segundo os *Sustainability-linked Bond Principles* (ICMA, 2020), eles devem ser relevantes, materiais, alinhados com a estratégia de sustentabilidade da empresa emissora,

mensuráveis, verificáveis e comparáveis. Nas 29 operações brasileiras de SLBs, observou-se perfis distintos, onde algumas foram vinculadas somente a indicadores ambientais, outras a sociais e houve as que tiveram tanto ambientais como sociais. 62% das emissões foram vinculadas somente a indicadores ambientais, 31% combinaram indicadores ambientais e sociais e somente 7% utilizaram somente indicadores sociais.

Entre os 32 indicadores ambientais selecionados pelas empresas ao longo das 29 operações, 13 foram referentes a emissões de carbono, ou 40,6%, evidenciando que questões relacionadas as mudanças climáticas estão recebendo grande atenção por parte do mercado financeiro e das empresas. Entre as 13 operações que utilizaram indicadores relacionados às mudanças climáticas, 7 cobriram somente emissões dos escopos 1 e 2 de suas operações, enquanto 6 incluíram metas para os escopos 1, 2 e 3. Como pode-se observar no Quadro 2. Quando o mesmo indicador aparece vinculado duas vezes a um mesmo emissor, isso se deve ao fato de ter ocorrido duas operações distintas onde o mesmo indicador foi usado.

empresa	KPIs
Suzano	intensidade de emissões de carbono (escopo 1 e 2)
	intensidade de emissões de carbono (escopo 1 e 2)
Simpar	emissões de carbono (escopo 1, 2 e 3)
	emissões de carbono (escopo 1, 2 e 3)
Movida	emissões de carbono (escopo 1, 2 e 3)
	emissões de carbono (escopo 1, 2 e 3)
Votorantim Cimentos	intensidade de emissões de carbono (escopo 1 e 2)
Natura	emissões de carbono (escopo 1, 2 e 3)
lochpe-Maxion	intensidade de emissões de carbono (escopo 1 e 2)
Rumo	intensidade de emissões de carbono (escopo 1 e 2)
	intensidade de emissões de carbono (escopo 1 e 2)
JBS	intensidade de emissões de carbono (escopo 1 e 2)
TV Globo	emissões de carbono (escopo 1, 2 e 3)

Quadro 2: Perfil dos indicadores relacionados às mudanças climáticas utilizados nas emissões de *sustainability-linked bonds* por empresas brasileiras.

As demais temáticas ambientais vinculadas as emissões de SLBs foram: consumo de água, presente em 4 operações; gestão de resíduos, presente em 6 operações; energia renovável, presente em 3 operações; eficiência energética, presente em 2 operações; reuso de plástico, biodiversidade, rastreabilidade e produtos verdes estiveram presentes em 1 operação cada. Como pode-se observar no Quadro 3.

Quando o mesmo indicador aparece vinculado duas vezes a um mesmo emissor, isso se deve ao fato de ter ocorrido duas operações distintas onde o mesmo indicador foi usado.

empresa	KPIs
Suzano	intensidade da retirada de água industrial
	intensidade do consumo de água
Grupo Boticário	energia renovável
	gestão de resíduos
Klabin	intensidade do consumo de água
	gestão de resíduos
	biodiversidade
Votorantim Cimentos	energia renovável
Allonda	gestão de resíduos
	gestão de resíduos
Natura	reuso de plástico
Via Varejo	energia renovável
JBS	rastreabilidade do gado
TIM	eficiência energética
Fleury	gestão de resíduos
Eurofarma	% medicamentos verdes comercializados
Dori Alimentos	gestão de resíduos
	intensidade do consumo de água
Aegea Saneamento	eficiência energética

Quadro 3: Perfil dos indicadores não relacionados as mudanças climáticas utilizados nas emissões de *sustainability-linked bonds* por empresas brasileiras.

Indicadores sociais se fizeram presentes em 10 operações de SLBs, totalizando 13 indicadores. O indicador mais comum foi mulheres em posições de liderança, utilizado em 5 operações, seguido de índice de confiança, que foi usada em 2 operações da mesma emissora, Allonda. Os demais 6 indicadores foram usados somente uma vez, são eles: expansão de 4G, acesso a saúde, criação de índice de diversidade, acesso a saúde emocional, mulheres contratadas e negros em posição de liderança. Como pode-se observar no Quadro 4. Quando o mesmo indicador aparece vinculado duas vezes a um mesmo emissor, isso se deve ao fato de ter ocorrido duas operações distintas onde o mesmo indicador foi usado.

empresa	KPIs
Suzano	mulheres em posição de liderança
	mulheres em posição de liderança
Allonda	índice de confiança GPTW
	índice de confiança GPTW
TIM	expansão de 4g
Fleury	acesso a saúde
B3	mulheres em posição de liderança
	criação de índice de diversidade
SulAmérica	acesso a saúde emocional
Eurofarma	mulheres contratadas
	mulheres em posição de liderança
Aegea Saneamento	mulheres em posição de liderança
	negros em posição de liderança

Quadro 4: Perfil dos indicadores sociais utilizados nas emissões de *sustainability-linked bonds* por empresas brasileiras.

Percebe-se assim que as emissões de SLBs de empresas brasileiras estão refletindo pautas onipresentes nas estratégias de sustentabilidade de grandes empresas, que são as mudanças climáticas e a diversidade, embora essa ainda esteja mais restrita a questões de gênero.

4.4 Perfil de sustentabilidade das empresas emissoras

O objetivo do presente trabalho é estudar a relação que o acesso a *sustainability-linked bonds* possui com o grau de maturidade da integração de questões ESG na estratégia corporativa. Para isso, levantou-se critérios de fácil acesso via internet para avaliar a atuação frente a agenda da sustentabilidade das 21 empresas emissoras de *sustainability-linked bonds* presentes na base de dados da NINT. São eles:

- **MSCI ESG Ratings:** o modelo de rating ESG da MSCI (*Morgan Stanley Capital International*) é feito para olhar para a significância financeira de questões ESG. Avalia-se a interseção dos negócios da companhia e as questões ESG relevantes que podem criar riscos e oportunidades relevantes. Dessa forma, avalia-se o quão bem as empresas gerenciam seus riscos em comparação com seus pares, não entre setores. As empresas avaliadas recebem notas que são categorizadas em 3 grupos, como pode-se ver na Figura 18:



Figura 18: Método de avaliação da gestão de riscos e oportunidades relacionadas a questões ESG do MSCI ESG Ratings. Fonte: adaptado de MSCI (2022).

- **MSCI Implied Temperature Rise:** ferramenta da MSCI que indica o alinhamento das empresas analisadas às metas climáticas globais. A ferramenta informa a que cenário de aumento de temperatura em graus Celsius as estratégias climáticas das empresas estão alinhadas. Utiliza-se o IPCC (*International Panel on Climate Change*) como guia para entendimento dos cenários (MSCI, 2021).
- **Índice de Sustentabilidade Empresarial da B3:** o objetivo do ISE B3 é ser o indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de empresas selecionadas pelo seu reconhecido comprometimento com a sustentabilidade empresarial (ISEB3, 2022). O ISE é considerado o mais importante índice de sustentabilidade empresarial do Brasil e tem como principal objetivo manter a perenidade e internalização do tema dentro das empresas.
- **Índice GPTW B3:** o IGPTW B3 é o resultado de uma carteira teórica de ativos, elaborada de acordo com as empresas certificadas e as melhores empresas para trabalhar, a partir do ciclo do ranking nacional, ambos preparados pela *Great Place to Work* (GPTW). A iniciativa apoia os investidores nas decisões de investimento com viés para empresas que trazem para o centro do debate a relação entre as pessoas e o desenvolvimento dos funcionários, gerando também um impacto positivo nos negócios (B3, 2022).
- **Índice Carbono Eficiente:** o ICO2 B3 desde o seu início, em 2010, teve como propósito ser um instrumento indutor das discussões sobre mudança do clima no Brasil. A adesão das companhias ao ICO2 demonstra o comprometimento com a transparência de suas emissões e antecipa a visão de como estão se preparando para uma economia de baixo

carbono. As empresas que querem fazer parte devem reportar dados de seu inventário anual de GEE de acordo com o nível de abrangência e prazo definidos pela B3 (B3, 2020).

- **Pacto Global da ONU:** o Pacto Global é uma iniciativa da ONU que fornece diretrizes para a promoção do crescimento sustentável e da cidadania. As organizações que passam a fazer parte do Pacto Global comprometem-se a implementar os 10 princípios em suas estratégias de negócio e operações diárias. Os participantes devem publicar relatórios periódicos sobre os progressos realizados frente aos princípios e, se possível, em relação aos Objetivos do Desenvolvimento Sustentável (ODS) da ONU (Pacto Global, 2022).
- **Task Force on Climate-Related Financial Disclosures (TCFD):** a TCFD é uma força tarefa que reúne uma série de organizações com o objetivo de desenvolver um padrão comum para que empresas possam medir e divulgar os riscos financeiros relacionados ao clima (TCFD, 2017). Empresas que divulgam de acordo com as recomendações TCFD demonstram capacidade de integração das questões climáticas e financeiras.
- **Science Based Targets initiative (SBTi):** a SBTi é uma iniciativa conjunta do CDP, Pacto Global, World Resources Institute (WRI) e WWF. Seu propósito é providenciar uma trajetória claramente definida para companhias que queiram reduzir suas emissões de GEE, de modo a ajudar a prevenir os piores impactos das mudanças climáticas e a tornar o crescimento dos negócios mais resiliente ao futuro. As metas podem ser consideradas “*science-based*” se estiverem aderentes com o que a ciência climática considera necessário para cumprir as metas do Acordo de Paris, de forma a limitar o aumento da temperatura a bem abaixo de 2°C sobre os níveis pré-industriais e a perseguir esforços para conter o aquecimento a 1.5°C. Quando uma companhia aparece como estando “comprometida” com uma meta, isso significa que ela demonstrou intenção de desenvolver metas e de submetê-las para validação dentro de 24 meses, sendo esse o primeiro passo para a definição de metas baseadas em ciência. Metas de curto-prazo são referentes ao horizonte de 5-10 anos, sendo pré-requisito para a determinação de metas *net-zero*. Metas de

longo-prazo indicam o nível de redução de emissões de GEE necessário para alcançar *net-zero*, tendo que ser alcançadas no máximo até 2050 (para o setor de energia o limite é 2040). Metas *net-zero* abrangem tanto metas de curto como de longo prazo. Empresas que tem meta *net-zero* possuem metas de curto e longo prazo validadas pelo SBTi.

- o **Novo Mercado da B3:** o Novo Mercado é um segmento de listagem que se firmou como sendo destinado à negociação de ações de empresas que adotam, voluntariamente, práticas de governança corporativa adicionais às que são exigidas pela legislação brasileira. A listagem nesse segmento especial implica a adoção de um conjunto de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas além da divulgação de políticas e existência de estruturas de fiscalização e controle (B3, 2018)

Das 21 empresas emissoras de SLBs presentes na base de dados da NINT, 7 são analisadas pela MSCI e estão na base de dados da ferramenta *ESG Ratings & Climate Search*. Entre essas 7, somente uma empresa, a Natura, é considerada líder do setor; 4 são consideradas médias, Klabin, Rumo, Tim e B3; e duas são consideradas retardatárias (ou *Laggard*, como o critério denomina), sendo elas a Suzano e a JBS. Todas as 7 empresas também tiveram a robustez de sua estratégia climática analisada frente ao objetivo do Acordo de Paris de conter o aquecimento do planeta em até 2 C°. Das 7 empresas, somente 3 estão com os compromissos alinhados a meta de menos de 2 C°, são elas a Natura, a Tim e a B3. Todas as demais estão acima, com destaque negativo para Klabin e JBS, que tem seus compromissos alinhados a um cenário de mais de 4 C° de aquecimento, cenário considerado catastrófico para a vida na terra segundo o IPCC (2022). Dessas 7 empresas analisadas pela MSCI, 5 estão ao menos comprometidas formalmente com o desenvolvimento de metas baseadas em ciência, junto ao SBTi. A única companhia que já evidencia coerência entre as metodologias da MSCI e da SBTi é a Tim, que está com sua trajetória de redução de emissões de GEE alinhada ao cenário de 1.5° C de aquecimento, embora tenha somente a trajetória de curto prazo validada junto ao SBTi. Pode-se ver no Quadro 5 a performance das 7 empresas.

Empresa	MSCI Rating	MSCI Climate	SBTi
Suzano	B	2.8 Cº	comprometida -> curto prazo
Natura	AA	1.3 Cº	comprometida -> curto prazo e <i>net-zero</i>
TIM	A	1.5 Cº	1.5ºC -> curto prazo
Klabin	BB	4 Cº	<i>well below 2ºC</i> -> curto prazo / comprometida -> <i>net-zero</i>
Rumo	A	2.9 Cº	
JBS	CCC	4 Cº	comprometida -> curto prazo e <i>net-zero</i>
B3	A	1.5 Cº	

Quadro 5: Desempenho das empresas do universo amostral que estão presentes na ferramenta ESG Ratings & Climate Search e comparação, quando existente, ao perfil da adesão à metodologia SBTi para definição de metas de redução de GEE baseadas em ciência.

Destaca-se a baixa performance da Suzano e da Klabin, duas empresas que frequentemente acessam o mercado de títulos rotulados.

Para os demais critérios foi possível avaliar todas as 21 empresas emissoras. No entanto, 3 delas, a Allonda, Bemol e Dori Alimentos, são empresas de capital fechado, dessa forma não sendo possível pontuar nos critérios relacionados a índices de mercado e segmento de listagem. Além disso, não se exige de empresas de capital fechado o mesmo nível de transparência que se exige de empresas listadas em bolsa, embora seja considerado boa prática. No Quadro 6 pode-se ver a performance das empresas frente aos critérios propostos. O Quadro está organizado da empresa que possui maior aderência aos critérios (Suzano) para as que tem menor (Allonda, Bemol).

Empresa	listada	ISE	Índice GPTW	ICO2	Pacto Global	TCFD	SBTi	Novo Mercado
Suzano	sim	X	X	X	X	X	comprometida -> curto prazo	X
Movida	sim	X		X	X	X	comprometida -> curto prazo e <i>net-zero</i>	X
Natura	sim	X		X	X	X	comprometida -> curto prazo e <i>net-zero</i>	X
TIM	sim	X		X	X	superficialmente	1.5°C -> curto prazo	X
Klabin	sim	X		X	X	X	<i>well below 2°C</i> -> curto prazo / comprometida -> <i>net-zero</i>	
Rumo	sim	X		X	X	X		X
Via Varejo	sim	X	X	X	X			X
Fleury	sim	X		X	X	X		X
Simpar	sim	X			X	X		X
JBS	sim			X		superficialmente	comprometida -> curto prazo e <i>net-zero</i>	X
B3	sim		X	X	X	X		
Votorantim Cimentos	sim				X	X	comprometida -> curto prazo e <i>net-zero</i>	
SulAmérica	sim	X		X	X			
Iochpe-Maxion	sim	X				superficialmente		X
Grupo Boticário	sim				X	superficialmente		
TV Globo	sim				X			
Eurofarma	sim				X			
Dori Alimentos	não				X			
Aegea Saneamento	sim				X			
Allonda	não							
Bemol	não							

Quadro 6: Cruzamento entre as 21 empresas emissoras de SLBs no Brasil e critérios de reconhecimento da atuação na agenda ESG por índices e a aderência à fóruns e padrões de mercado.

A partir do Quadro 6 percebe-se que as empresas emissoras de SLBs tendem a ter certo nível de maturidade na agenda de sustentabilidade corporativa. Destaque para a ampla adesão das empresas ao Pacto Global da ONU, totalizando 17. Das 13 companhias que possuem maior nível de aderência aos critérios, 11 estão no ISE, 10 estão no ICO2, 11 buscam relatar sua gestão de riscos e oportunidades climáticas de acordo com o TCFD, 7 ao menos se comprometeram com a formulação de metas de redução de GEE baseadas em ciência junto ao SBTi e 9 estão listadas no Novo Mercado. Esse desempenho evidencia correlação entre maturidade na agenda de sustentabilidade e acesso a SLBs, algo natural de se esperar devido as diretrizes contidas nos *Sustainability-linked Bond Principles*, que demandam histórico na agenda da sustentabilidade das empresas emissoras.

Se faz importante ter em mente que os critérios trazem uma perspectiva de mercado inerente à agenda ESG, que está em processo de amadurecimento e ainda distante de fazer frente aos grandes desafios do Antropoceno. Isso ocorre em grande parte pelo ineditismo do cenário que se impõe, fazendo com que abordagens e soluções inéditas tenham que ser desenvolvidas e implementadas, ao mesmo tempo que a viabilidade econômica do negócio é mantida. No entanto, pode-se dizer que a aderência aos critérios escolhidos é indicativa de boas práticas ESG e explicita certa maturidade na agenda, evidenciando a existência de governança apropriada que permita a companhia evoluir em sua performance socioambiental.

No entanto, um olhar mais detalhado sobre as dinâmicas que permeiam emissões de SLB se faz necessário, de forma a gerar uma melhor compreensão da forma com que as práticas de sustentabilidade estabelecidas nas companhias emissoras podem pautar o atingimento dos possíveis objetivos relacionados aos racionais destacados por Flammer (2021), de custo de capital, *greenwashing* e sinalização para o mercado.

5 ESTUDOS DE CASO

Com o objetivo de aprofundar o entendimento da relação entre acesso a SLBs e maturidade da estratégia de sustentabilidade, de forma a observar as diferentes características e consequências geradas pelas emissões às emissoras, dois estudos de caso foram conduzidos. A partir da análise de duas operações emblemáticas de empresas brasileiras, que foram escolhidas por representarem a emissão de uma

companhia que é pioneira no acesso a títulos rotulados e possui alto grau de maturidade em sua estratégia de sustentabilidade, que é a Suzano, e a emissão de uma empresa que à época ainda estava começando a estruturar sua estratégia, que é o caso da Via. Dessa forma, busca-se ilustrar como as consequências geradas pelas emissões podem ser distintas a depender da maturidade em sustentabilidade do emissor. Para cada uma das operações foram analisados os aspectos abaixo, que foram selecionados a partir do que tem sido analisado pelos provedores de SPOs, que são as organizações responsáveis por avaliarem a aderência das estruturas das emissões às diretrizes propostas pelo ICMA no *sustainability-linked bonds principles*. O autor acrescentou um componente reputacional, visto que, um dos possíveis motivadores para a emissão de títulos rotulados é a sinalização do compromisso com a agenda da sustentabilidade aos *stakeholders* (Flammer, 2021). A seguir os aspectos analisados:

- **Maturidade da estratégia de sustentabilidade do emissor:** analisada segundo os níveis de classificação apresentados no Quadro 7:

níveis de classificação	
Robusta	Possui estratégia consolidada, com metas específicas estabelecidas para os temas materiais. Confere-se transparência sobre o desempenho frente as metas e demais indicadores socioambientais acompanhados.
Moderada	Possui estratégia estruturada, com metas genéricas estabelecidas para alguns temas materiais e específicas para outros. Confere-se transparência sobre o desempenho apenas a alguns indicadores socioambientais acompanhados.
Incipiente	Possui estratégia em estruturação ou não possui, onde há metas genéricas estabelecidas ou sem metas. Não confere-se transparência sobre o desempenho de indicadores socioambientais.

Quadro 7: Critérios para os níveis de classificação utilizados para avaliação da maturidade da estratégia de sustentabilidade do emissor analisado.

- **Governança para sustentabilidade do emissor:** analisada segundo o *framework* estabelecido no relatório *Integrated Governance*, da UNEP-FI (2014), apresentado na Figura 19. Caso a companhia se encontre em um estágio que mescla características de dois estágios, o estágio a ser considerado será o mais avançado.

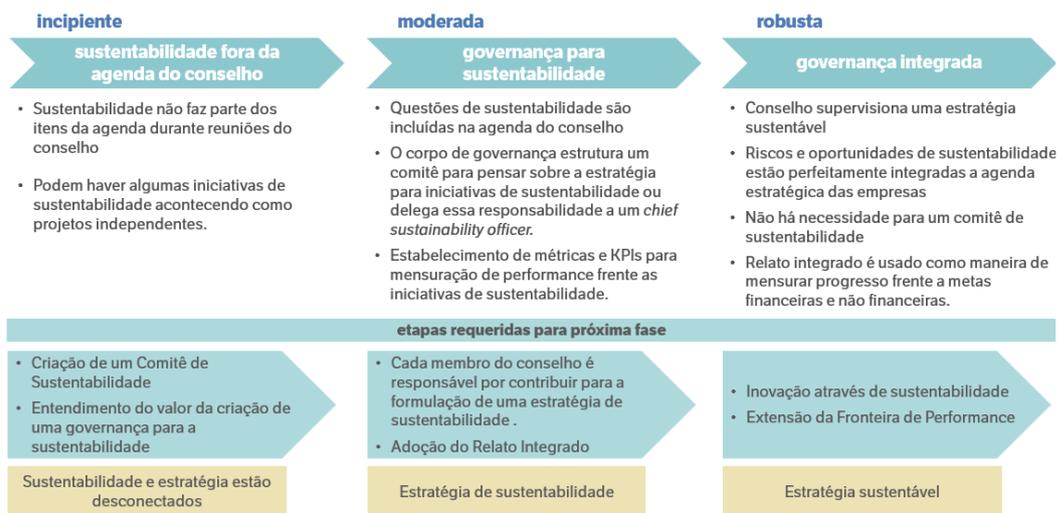


Figura 19: Framework para avaliação do nível de maturidade quanto a integração de sustentabilidade à governança corporativa. Fonte: adaptado de UNEP-FI (2014).

- **Histórico na agenda da sustentabilidade do emissor:** analisada segundo os níveis de classificação apresentados no Quadro 8:

níveis de classificação	
Robusto	A trajetória da empresa dentro da agenda de sustentabilidade é marcada por um consistente pioneirismo no emprego de boas práticas, evidenciando uma postura proativa. Trajetória sem ocorrência de controvérsias relevantes.
Moderado	A trajetória da empresa dentro da agenda de sustentabilidade é marcada por um pioneirismo no emprego de boas práticas, evidenciando uma postura proativa. Trajetória com ocorrências de controvérsias relevantes.
Incipiente	A trajetória da empresa dentro da agenda de sustentabilidade é marcada por uma adesão à boas práticas sem pioneirismo ou tardia, evidenciando uma postura reativa ao ganho de relevância da agenda. Trajetória com ocorrências de controvérsias relevantes

Quadro 8: Critérios para os níveis de classificação utilizados para avaliação do histórico na agenda da sustentabilidade do emissor analisado.

- **Nível de adicionalidade socioambiental ocasionado pela operação:** analisada segundo os níveis de classificação apresentados no Quadro 9:

níveis de classificação	
Robusta	O KPI avaliado é altamente associado as atividades e práticas do emissor, com seus impactos gerados ou com sua estratégia ASG; é considerado material segundo a SASB e a MSCI para todos os setores aplicáveis. A ambição da SPT representa uma melhora significativa em relação ao histórico da empresa e está alinhada a cenários científicos. Clareza quanto a adicionalidade pretendida.
Moderada	O KPI avaliado é associado as atividades e práticas do emissor, com seus impactos gerados ou com sua estratégia ASG; é considerado material segundo a SASB e a MSCI para a maioria dos setores aplicáveis. A ambição da SPT representa uma melhora representativa no histórico da empresa ou aproximação a cenários científicos. Clareza quanto a adicionalidade pretendida.
Incipiente	O KPI avaliado é parcialmente ou não é associado as atividades e práticas do emissor, com seus impactos gerados ou com sua estratégia ASG; é considerado material segundo a SASB e a MSCI para a minoria ou nenhum dos setores aplicáveis. A SPT não representa uma melhora do histórico da companhia ou não está alinhada a cenários científicos. Falta de clareza quanto a adicionalidade pretendida.

Quadro 9: Critérios para os níveis de classificação utilizados para avaliação do nível de adicionalidade socioambiental ocasionado pela operação analisada.

- **Avanços no perfil de sustentabilidade do emissor:** analisada segundo os níveis de classificação apresentados no Quadro 10:

níveis de classificação	
Robusto	A operação alavancou avanços significativos em boas práticas para a empresa emissora, apoiando a consolidação da estratégia de sustentabilidade.
Moderado	A operação alavancou avanços modestos em boas práticas para a empresa emissora, apoiando a consolidação da estratégia de sustentabilidade.
Incipiente	A operação não representou avanços em boas práticas para a empresa emissora.

Quadro 10: Critérios para os níveis de classificação utilizados para avaliação do avanço no perfil de sustentabilidade do emissor ocasionado pela operação analisada.

- **Repercussão da operação entre os atores do mercado financeiro e da mídia especializada:** analisada segundo os níveis de classificação apresentados no Quadro 11:

níveis de classificação	
Positivo	A operação recebeu repercussão positiva entre os atores do mercado financeiro e mídia especializada, contribuindo para uma consolidação da reputação do emissor como comprometido com a agenda de sustentabilidade.
Neutro	A operação recebeu repercussão neutra entre os atores do mercado financeiro e mídia especializada, contribuindo para sinalizar aos stakeholders um comprometimento com a agenda de sustentabilidade.
Negativo	A operação recebeu repercussão negativa entre os atores do mercado financeiro e mídia especializada, onerando a credibilidade do rótulo utilizado e sendo acusada de <i>greenwashing</i> .

Quadro 11: Critérios para os níveis de classificação utilizados para avaliação da repercussão da operação entre os atores do mercado financeiro e da mídia especializada.

Conforme já falado na sessão sobre Finanças Sustentáveis, as diretrizes que norteiam as emissões de *sustainability-linked bonds* atualmente são as contidas nos *Sustainability-Linked Bonds Principles* (ICMA, 2020). As diretrizes buscam dar direcionamentos claros para a elaboração do *Sustainability-linked framework* da empresa emissora, com o objetivo de coibir a prática de *greenwashing* no mercado de títulos rotulados. Como o mercado ainda é autorregulado, o papel das consultorias encarregadas de dar o parecer de segunda opinião (mais conhecido na sigla em inglês como SPO) se faz de extrema relevância, pois são as encarregadas de atestar o nível de alinhamento da operação as diretrizes do ICMA. Logo, essas consultorias possuem uma enorme responsabilidade, visto que, podem coibir a prática de *greenwashing* dando parecer negativo quando as proposições da empresa que quer emitir um título não são suficientemente adequadas. Os estudos de caso conduzidos fizeram uso dos relatórios de segunda

opinião das operações analisadas com o intuito de entender como o cenário atual das operações vem dialogando com o conhecimento científico, de forma a contribuir para os desafios globais da sustentabilidade.

5.1 Suzano

5.1.1 Perfil de sustentabilidade

A Suzano é uma empresa Brasileira que é referência global no desenvolvimento de produtos feitos a partir de florestas de eucalipto plantadas e uma das maiores produtoras verticalmente integradas de polpa de eucalipto e papel na América Latina. A Suzano se comprometeu a ser uma referência global no uso sustentável de recursos naturais e em 2020 lançou suas metas 2030 que expandem seu papel frente a cadeia de valor e sociedade a partir de compromissos sobre temas materiais para a companhia como mudanças climáticas, água, desenvolvimento local, diversidade e inclusão, produtos renováveis, entre outros (Suzano, 2020).

A Suzano afirma que a sustentabilidade é uma parte integral de sua estratégia corporativa, através do desenvolvimento de produtos sustentáveis e da geração de impactos positivos que derivam de operações responsáveis. Em 2020, a Suzano assumiu uma série de compromissos de longo prazo para a “Década da Ação” (2020 a 2030), conforme definiu o PNUD (2019), onde o monitoramento da execução e cumprimento dos objetivos estará sob a responsabilidade da Diretoria Executiva, do Comitê de Sustentabilidade e do Conselho de Administração.

Uma estratégia de sustentabilidade coerente requer um processo de materialidade como base, para que exista clareza quanto as questões de maior relevância e significância para os stakeholders e para a empresa. Em 2020, época da emissão de seu SLB, a Suzano havia priorizado 10 temas como materiais, sendo eles: Mudanças climáticas; Manejo florestal; Inovação e tecnologia; Gestão financeira; Excelência operacional e ecoeficiência; Ética, governança e transparência; Desenvolvimento social; Capital humano; Cadeia de valor (clientes e fornecedores); e Água (Suzano, 2021). Abaixo pode-se ver os compromissos 2030 presentes na estratégia de sustentabilidade da Suzano, que derivaram do

exercício de materialidade, destaca-se em negrito o compromisso que foi vinculado a emissão analisada:

- **Mudanças climáticas:**
 - **Redução de 15% das emissões de escopo 1 e 2 por tonelada de produção.**
 - **Remoção líquida de 40 MM ton CO2**
- Água
 - Florestas: aumentar a disponibilidade hídrica em 100% das bacias hidrográficas críticas.
 - Indústrias: reduzir em 15% a água captada nas operações.
- Energia
 - Aumentar em 50% a exportação de energia renovável.
- Educação
 - Aumentar o Índice de Desenvolvimento da Educação Básica (IDEB) em 40% em todos os municípios prioritários.
- Resíduos industriais em aterros
 - Reduzir em 70% os resíduos sólidos industriais destinados para aterros próprios ou terceiros, transformando-os em subprodutos.
- Diversidade e inclusão (2025)
 - Alcançar 30% de mulheres e 30% de negros em cargos de liderança (gerentes funcionais e acima).
 - Alcançar ambiente 100% inclusivo para LGBTI +.
 - Garantir 100% de acessibilidade e alcançar ambiente 100% inclusivo às pessoas com deficiência.
- Indústria e inovação
 - Oferecer +10 milhões de toneladas de produtos de origem renovável que possam substituir o plástico e outros derivados do petróleo.
- Erradicação da pobreza
 - Tirar 200 mil pessoas da linha de pobreza nas áreas de atuação.
- Conservação da biodiversidade:

- Conectar meio milhão de áreas prioritárias para a conservação da biodiversidade no Cerrado, Mata Atlântica e Amazônia.

No *site* da Suzano se faz possível acompanhar o progresso frente a cada um dos objetivos propostos para 2030. Além dos indicadores vinculados as metas, a companhia possui uma Central de Sustentabilidade, onde, de forma acessível, é possível avaliar seu desempenho nos principais indicadores relacionados à gestão da companhia, relativos às diretrizes GRI, aos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) e outros *frameworks* como *Sustainability Accounting Standard Board (SASB)*, *Task Force on Climate-Related Financial Disclosures (TCFD)* e as Métricas do Capitalismo de Stakeholder do Fórum Econômico Mundial.

A estrutura da estratégia de sustentabilidade da Suzano, representada por seus compromissos e evidenciada pela transparência que confere a sua performance, pode ser considerada robusta, visto que, não é prática comum entre as empresas brasileiras a definição de metas e o relato da performance frente a elas. Segundo relatório da consultoria Luvi One (Folha de São Paulo, 2021), apenas 17% de todas as empresas listadas na B3, a Bolsa de Valores do Brasil, possuem metas específicas (metas que são claras quanta a redução, possuindo *baseline* e prazo para cumprimento) para reduzir seus impactos ambientais. A porcentagem que possui metas ambientais e sociais deve ser ainda menor. Além disso, a estratégia endereça questões identificadas como materiais a partir de processo de análise de materialidade conduzido através de engajamento com os principais stakeholders da companhia.

- **Avaliação sobre estratégia de sustentabilidade do emissor**

ROBUSTA



Figura 20: Representação gráfica da avaliação do autor sobre a estratégia de sustentabilidade da Suzano.

Para que se tenha sucesso frente aos compromissos propostos, uma sólida estrutura de governança se faz imprescindível. A Suzano possui um Comitê de Sustentabilidade exercendo papel de aconselhamento, composto por três membros do Conselho de Administração e cinco membros externos, sendo liderado pelo *chairman* do Conselho. Também há o cargo de *Chief Sustainability Officer*, que reporta diretamente ao CEO da companhia, e é responsável pela

implementação de ações nas operações diárias da companhia em parceria com outros departamentos e apoiado por diversas políticas e processos. Parte dos compromissos assumidos integram a remuneração variável da gerência sênior da companhia (Executivos e Gerentes), evidenciando vínculo financeiro frente aos compromissos de sustentabilidade. Outra boa prática da Suzano e que evidencia a integração da sustentabilidade à governança corporativa é a utilização da metodologia internacional do Relato Integrado (IR), que demonstra o processo de geração de valor do negócio por meio de capitais (conjunto de recursos). Além disso, existem diversas políticas que cobrem todas as questões relevantes quanto a ética dos negócios em níveis variados de detalhes e são implementadas através de procedimentos de *compliance* coerentes, como canal de denúncia anônimo (ISS ESG, 2020).

Referenciando-se o *framework* elaborado pela UNEP-FI (UNEP *Finance Initiative*, 2014), que pode ser observado na Figura 20, a Suzano parece estar na transição entre o estágio do meio, governança para sustentabilidade, e o último estágio, governança integrada. Portanto, é possível avaliar a governança sobre o tema da companhia como robusta, visto que, ao comparar suas práticas com as demais empresas brasileiras sua performance é destacada.

- **Avaliação sobre governança para sustentabilidade do emissor**

ROBUSTA



Figura 21: representação gráfica da avaliação do autor sobre as práticas de governança para sustentabilidade da Suzano.

5.1.2 Histórico frente a agenda de sustentabilidade

O setor em que a Suzano opera é repleto de controvérsias no que tange a agenda da sustentabilidade. Florestas de eucalipto são comumente taxadas como “desertos de biodiversidade”, visto que, as substâncias químicas presentes nas folhas dos eucaliptos podem impedir o crescimento das raízes de outras espécies nativas, motivo pelo qual os eucaliptais contêm muito pouca biodiversidade fora de sua área nativa (Becerra *et al.* 2017). Portanto as plantações da empresa, compostas somente de eucaliptos, que não são nativos do Brasil, não deveriam ser contadas como restauração florestal legítima. Por outro lado,

quando manejadas como ecossistemas híbridos, plantações de eucalipto podem oferecer o potencial de servir como um habitat complementar, permitindo a conservação de espécies históricas (Tavares, *et al.* 2018). No entanto, não é possível comparar os ecossistemas híbridos com os nativos em termo de valor de biodiversidade, visto que, plantações de eucalipto não são um habitat viável para todas as espécies florestais (Tavares, *et al.* 2018). No que tange ao relacionamento com comunidades tradicionais vizinhas, por sua vez, há históricos de conflitos agrários e de grilagem de terras por parte da companhia (Marques, 2016).

A Suzano afirma que todas as novas áreas que ocupa para novos plantios de eucalipto foram anteriormente utilizadas para outras atividades humanas como áreas que antes eram pastagens degradadas ou eram áreas de lavouras anuais caracterizadas por intervenções contínuas no solo e aplicação de agrotóxicos. Além disso, a companhia mantém 40% de sua área total destinada à conservação de mata nativa, totalizando aproximadamente 1 milhão de hectares (Suzano, 2022). O modelo de manejo florestal sustentável consiste em: certificações (FSC, CERFLOR, PEFC) para todas as unidades; compromisso com desflorestamento zero, tendo operações apenas em áreas antropizadas; 100% cadeia de custódia certificada; 100% de rastreabilidade para a compra e fornecimento de madeira; e compromisso com o uso responsável de água.

A companhia é aderente a 7 critérios avaliados no presente trabalho, que são a presença no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3), no Índice GPTW e no Índice Carbono Eficiente; engajamento com a SBTi para elaboração de metas de redução de emissões de GEE baseadas em ciência; signatária do Pacto Global da ONU; relato de riscos e oportunidades climáticas segundo as recomendações do TCFD; e é listada no Novo Mercado da B3. Entre todas as empresas emissoras de SLBs no Brasil, a Suzano se destacou pela ampla aderência aos critérios. No entanto, seu desempenho não é tão bem avaliado pela ferramenta MSCI ESG *Rating*, tendo obtido nota B, que significa que foi avaliada como uma *laggard* perante seus pares setoriais. A ferramenta MSCI *Implied Temperature Rise* aponta que as metas de descarbonização da Suzano estão aderentes a um cenário de aquecimento de 2.8° C, estando, portanto, desalinhada ao objetivo do Acordo de Paris, que é manter o aumento de a temperatura em até 1.5 – 2 ° C.

Em 2010, a Suzano foi a primeira empresa de papel e celulose que avaliou o ciclo de vida da produção de polpa e eucalipto, bem como a pegada de carbono da produção destes produtos, a partir de sua primeira contabilização alinhada ao *GHG Protocol* (ISS ESG, 2020).

No mercado dos títulos de dívida rotulados, a Suzano sempre foi presença recorrente, tendo sido a segunda empresa brasileira a emitir *green bonds*, em julho de 2016. Após isso, em novembro de 2016, foi responsável pelo primeiro *green bond* emitido em Real. Portanto, percebe-se o pioneirismo da companhia tanto nas emissões de *green bonds* como nas de *sustainability-linked bonds*.

Portanto, embora tenha controvérsias relevantes em sua história de quase 100 anos, a história recente evidencia um comprometimento forte, com amplo reconhecimento do mercado e pioneirismo em diversas boas práticas, principalmente após a fusão com a Fibria, que ocorreu em 2019 e possuía boa performance na agenda da sustentabilidade. Dessa forma, o histórico na agenda da sustentabilidade da Suzano é considerado moderado na opinião do autor, visto que, a história recente não apaga quase um século de questões controvérsias quanto a biodiversidade, relacionamento com comunidades do entorno e uso de recursos naturais.

- **Avaliação sobre histórico na agenda da sustentabilidade do emissor**

MODERADO 

Figura 22: representação gráfica da avaliação do autor sobre o histórico na agenda da sustentabilidade da Suzano.

5.1.3 Análise da emissão de *sustainability-linked bonds*

A operação no formato *sustainability-linked bond* analisada da Suzano ocorreu no dia 02/09/2020, tendo sido pioneira em diversos aspectos, foi a primeira realizada nas Américas, em mercados emergentes e no setor de Papel e Celulose. Além disso, foi a primeira emissão de SLB no mundo a possuir um relatório de *second party opinion (SPO)*, providenciado pela consultoria ISS ESG (ISS ESG, 2020). Abaixo apresenta-se as características principais da operação:

- **Valor:** US\$ 750 milhões & US\$ 500 milhões
- **Maturidade:** 15 de janeiro de 2031, 10 anos
- **Cupom:** 3,75%
- **Meta:** Redução da intensidade de emissões de GEE igual ou menor que 0,19 tCO₂e/t produzido, medido pela média dos anos finalizados em 2024 e 2025. Isso é equivalente a uma redução estimada de 10,9% frente ao *baseline* de 2015.
- **Revisor externo:** ISS ESG
- **Bancos líderes:** BNP Paribas Securities, BoFA Securities, Credit Agricole Securities, J.P. Morgan Securities, Mizuho Securities, Rabo Securities e Scotia Capital.
- **Rating de crédito:** BBB- / BBB- (S&P / Fitch)

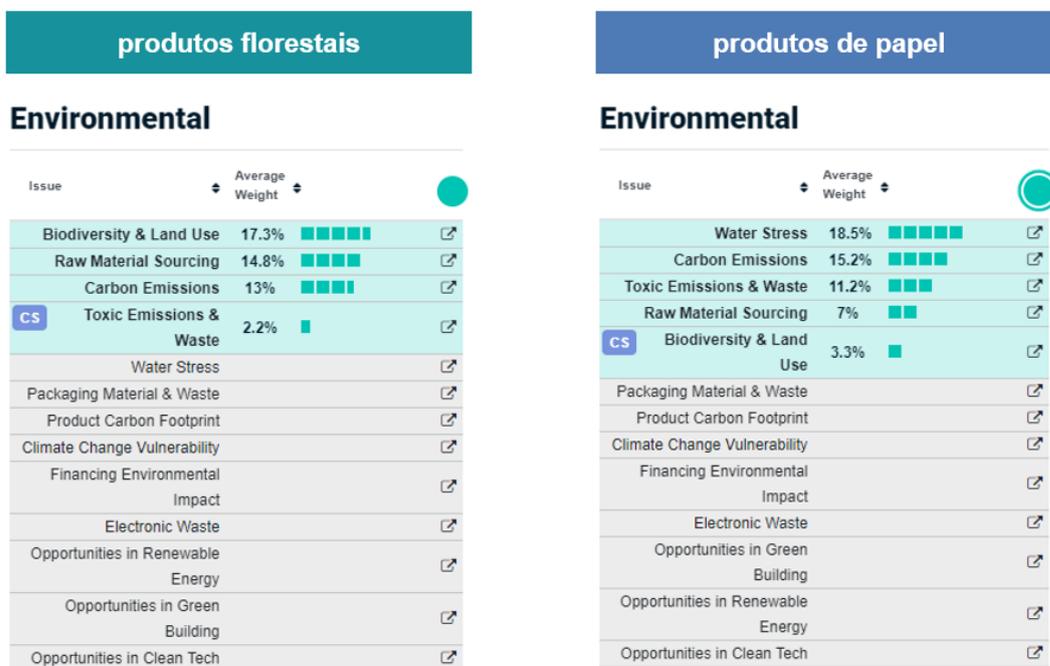
A Suzano identificou nos SLBs uma excelente oportunidade para financiar sua estratégia de sustentabilidade a um baixo custo. A operação alcançou a menor taxa de juros da história de companhias brasileiras para títulos de 10 anos. As informações de mercado foram de que a demanda pelos papéis por parte dos investidores superou a oferta em 9 vezes, o que evidenciou o grande apetite do mercado internacional pelos títulos da companhia e pode explicar a baixa taxa de juros vinculada a operação (Bertão, 2022).

Os dois principais componentes de uma emissão de *sustainability-linked bond* são a seleção de KPI e a calibragem das SPTs. A credibilidade da operação está diretamente relacionada às características do KPI escolhido e ao nível de ambição da meta proposta.

O relatório de SPO realizado pela consultoria ISS ESG atestou que o KPI escolhido (intensidade de emissões de GEE) é central, relevante e material para o modelo de negócio e consistente com sua estratégia de sustentabilidade. Também afirmou ser apropriadamente mensurável, quantificável, externamente verificável e comparável. Cobrindo um escopo material para as atividades e operações da Suzano. Quanto a SPT, atestou-se que é ambiciosa frente a performance passada da companhia e quando comparada as práticas do setor de Papel & Celulose. Destaca-se que a Suzano é uma das oito empresas em seu setor a possuir metas concretas de redução de emissões de GEEs e que sua meta está em linha com o Acordo de Paris e ao cenário bem abaixo de 2° C conforme a

Transition Pathway Initiative (ISS ESG, 2020). O parecer ainda afirma que a meta foi definida em uma linha do tempo clara, é comparável e apoiada por uma estratégia e plano de ação crível.

A ferramenta de materialidade da MSCI ESG *Industry Materiality Map* corrobora a materialidade do KPI escolhido. A ferramenta demonstra o peso que cada questão possui para o cálculo de Rating ESG da MSCI, portanto, é um indicador de quais temáticas, na percepção da MSCI, são as de maior relevância para cada setor. Tanto para o setor *Forest Products* como para *Paper Products*, a questão de emissão de carbono aparece como sendo altamente material, tendo um peso de 13% e 15,2%, respectivamente. No entanto, não é considerada a questão mais relevante para nenhum dos dois setores, como pode-se ver no Quadro 12.



Quadro 12: MSCI ESG *Industry Materiality Map* para os setores de Produtos Florestais e Produtos de Papel. Fonte: MSCI ESG *Industry Materiality Map*, 2022.

O SASB (do inglês, *Sustainability Accounting Standards Board*), é outra referência relevante disponível para informar quais são as questões de maior materialidade, como definido pela SEC (do inglês, *Securities and Exchange Commission*, uma espécie de CVM americana), que importam aos investidores porque impactam a criação de valor de uma companhia. O SASB cobre 11 setores, que foram subdivididos em 77 indústrias. Os temas materiais para a Suzano estão representados nas

indústrias Produtos de Celulose e Papel e Gestão Florestal. Emissões de gases de efeito estufa é considerada material somente para o setor de Produtos de Celulose e Papel, portanto também corrobora o KPI escolhido. Logo, percebe-se que a materialidade do KPI escolhido encontra eco por relevantes referências para o mercado. Nos Quadros 13 e 14 pode-se ver quais são as questões consideradas materiais pelo SASB para as duas indústrias relacionadas à Suzano.

Produtos de Celulose e Papel

Questões relevantes (5 de 26)

Meio Ambiente	Capital Social	Capital Humano	Modelo de Negócios & Inovação	Liderança & Governança
Emissões de GEE	Direitos humanos e relações com a comunidade	Práticas trabalhistas	Design de produto e gestão do ciclo de vida	Ética de negócios
Qualidade do ar	Privacidade do cliente	Saúde e segurança do funcionário	Resiliência do modelo de negócios	Comportamento competitivo
Gestão de energia	Segurança de dados	Engajamento, diversidade e inclusão do funcionário	Gestão da cadeia de suprimentos	Gestão do ambiente legal e regulatório
Gestão de água e efluentes	Acessibilidade		Fornecimento de materiais e eficiência	Gestão de riscos de incidentes críticos
Gestão de resíduos e materiais perigosos	Qualidade e segurança do produto		Impactos físicos das mudanças climáticas	Gestão de risco sistêmico
Impactos ecológicos	Bem estar do cliente			
	Práticas de venda e rotulagem do produto			

Quadro 13: Questões materiais (indicadas em negrito) para a indústria de Produtos de Celulose e Papel segundo a ferramenta *Materiality Finder* do SASB. Fonte: SASB *Standards Materiality Finder* (2022)

Gestão Florestal

Questões relevantes (3 de 26)

Meio Ambiente	Capital Social	Capital Humano	Modelo de Negócios & Inovação	Liderança & Governança
Emissões de GEE	Direitos humanos e relações com a comunidade	Práticas trabalhistas	Design de produto e gestão do ciclo de vida	Ética de negócios
Qualidade do ar	Privacidade do cliente	Saúde e segurança do funcionário	Resiliência do modelo de negócios	Comportamento competitivo
Gestão de energia	Segurança de dados	Engajamento, diversidade e inclusão do funcionário	Gestão da cadeia de suprimentos	Gestão do ambiente legal e regulatório
Gestão de água e efluentes	Acessibilidade		Fornecimento de materiais e eficiência	Gestão de riscos de incidentes críticos
Gestão de resíduos e materiais perigosos	Qualidade e segurança do produto		Impactos físicos das mudanças climáticas	Gestão de risco sistêmico
Impactos ecológicos	Bem estar do cliente			
	Práticas de venda e rotulagem do produto			

Quadro 14: Questões materiais (indicadas em negrito) para a indústria de Gestão Florestal segundo a ferramenta *Materiality Finder* do SASB. Fonte: SASB *Standards Materiality Finder* (2022)

Um fator importante de ser analisado nas emissões de SLBs é o nível de adicionalidade que a meta representa para a companhia emissora. Ou seja, de que forma a meta proposta representa um ganho de ambição frente a performance

histórica de redução de emissões de GEE. No caso da operação da Suzano, a performance de 2018 (0,193 tCO₂e/t produzida) já está muito próxima da meta proposta, que é de 0,190 tCO₂e/t produzida, o que a princípio levanta dúvidas sobre a ambição da SPT. No entanto, a Suzano providenciou evidências (ISS ESG, 2020) de que a SPT é ambiciosa devido ao desafio de se estabilizar e sistematizar a redução da intensidade de emissões GEE ao longo do tempo, visto que, a intensidade pode variar significativamente devido a diversos fatores. Algumas questões que influenciam a produção anual de papel e celulose são, por exemplo, riscos operacionais como: falha de equipamento, restrições logísticas, deficiência de suprimento de fornecedores críticos, incertezas geopolíticas, entre outros fatores (ISS ESG, 2020). À medida que a intensidade de emissões de GEE é vinculada aos números de produção, quanto mais perto da capacidade máxima a companhia opera, menor é a intensidade. Caso haja um decréscimo na produção, a companhia gera menos resíduos (i.e., produtos à base de madeira dos processos industriais) que representam a fonte renovável primária de geração de energia e uso nos moinhos. Quando isso ocorre, a companhia se torna mais dependente de fontes não renováveis de energia como gás natural e outros combustíveis fósseis, dessa forma aumentando a intensidade de emissões de GEE. Essa dinâmica representa o desafio de estabilizar a redução de intensidade de GEE. Na Figura 23 pode-se observar a trajetória de redução de emissões pretendida.

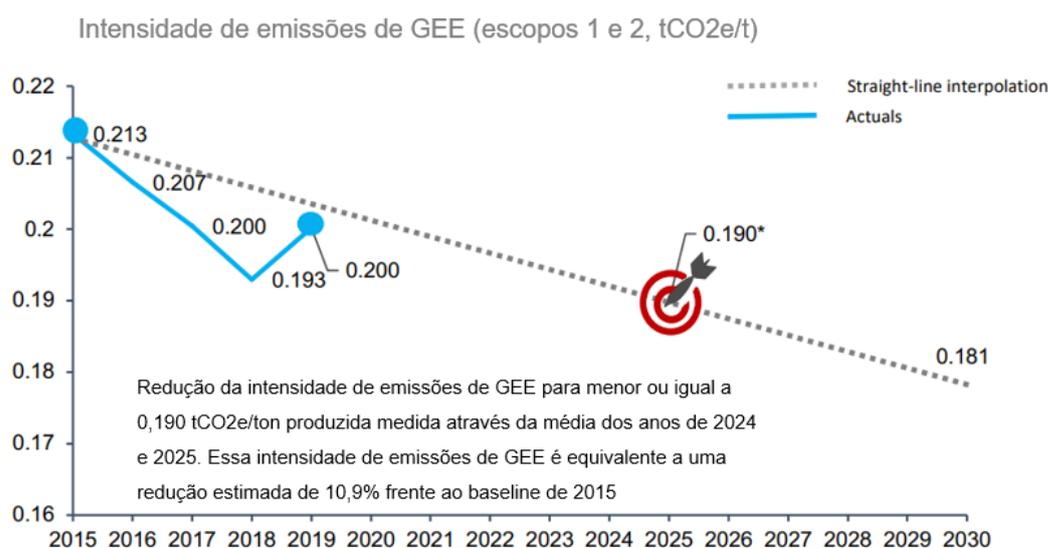


Figura 23: Trajetória da intensidade de emissões de GEE da Suzano entre o *baseline* de 2015, a meta vinculada ao SLB e a meta de 2030 da estratégia de sustentabilidade. Fonte: *Second Party Opinion* (ISS ESG, 2020)

Quanto à ambição da SPT definida frente a *benchmarks* externos, utilizou-se o Caminho de Descarbonização para o setor de Papel e Celulose da *Transition Pathway Initiative* (TPI). A TPI é uma iniciativa global liderada por gestores de ativos que avalia a preparação das empresas para a transição rumo a uma economia de baixo carbono. A iniciativa é uma parceria entre a FTSE Russell, que é uma subsidiária da *London Stock Exchange Group* que produz, mantém, licencia e comercializa índices no mercado de capitais; o *Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment*, instituto estabelecido pela *London School of Economics and Political Science* em 2008 com o intuito de criar um centro multidisciplinar líder mundial para pesquisas *policy-relevants* e treinamentos sobre mudanças climáticas e meio ambiente; a própria *London School of Economics*; e o PRI (do inglês, *Principles for Responsible Investment*). O Caminho de Descarbonização derivou do *Beyond 2°C Scenario* (B2DS) desenvolvido pela *International Energy Agency* (IEA) como parte de sua publicação, *Energy Technology Perspectives 2017* (IEA, 2017). De acordo com esse modelo, a intensidade de emissões de GEE por tonelada de papel e celulose produzida pela Suzano até o momento da operação e a SPT estão bem abaixo da média de intensidade de emissões de GEE requeridas para empresas de Papel e Celulose em todos os pontos do período considerado (2015-2025). Com base nesse *benchmark*, a Suzano aparece em linha com o caminho de descarbonização requerido para estar alinhada ao Acordo de Paris e está bem abaixo de um cenário de 2 °C de aquecimento conforme a TPI (ISS ESG, 2020). Conforme pode-se observar na Figura 24.

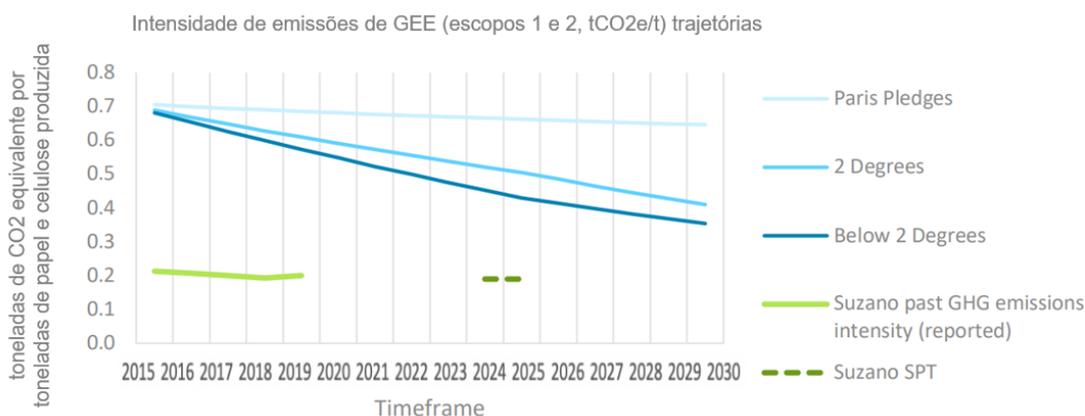


Figura 24: Trajetórias de redução da intensidade de emissões de GEE frente ao Acordo de Paris para o setor de papel e celulose. Fonte: *Second Party Opinion* (ISS ESG, 2020)

Se faz possível argumentar que outros cenários e referências poderiam ter sido utilizados para definir o alinhamento da meta proposta pela Suzano às ambições do Acordo de Paris. Um exemplo é a SBTi, que é tida como *gold standard* (Environmental Leader, 2021) para definição de metas de redução de emissões de GEE alinhadas à ciência climática e aos compromissos do Acordo de Paris. Recentemente, a Suzano aderiu a SBTi (Suzano, 2022), se comprometendo com o desenvolvimento de uma meta de curto prazo (5-10 anos), a qual tem um prazo de até 24 meses para ser validada. No entanto, a ISS ESG (2020) considera a ferramenta e análise da *Transition Pathway Initiative* crível, à medida que é providenciada por uma terceira parte independente e é baseada em uma metodologia estabelecida na indústria. Por outro lado, a ferramenta MSCI *Implied Temperature Rise* avalia as metas de descarbonização da Suzano como estando alinhadas a um cenário de 2.8 °C, divergindo da avaliação da TPI. A ONG e *think tank* francesa *Reclaim Finance*, que possui como visão a criação de um sistema financeiro que apoie a transição para sociedades sustentáveis, fez críticas contundentes a metodologia da TPI. Segundo a *Reclaim Finance* (2021), a TPI onera sua credibilidade ao não avaliar a capacidade das empresas cumprirem as metas que propõe; ao não exigir metas para emissões de escopo 3, que representam grande parte das emissões de determinados setores; e ao considerar como alinhada aos objetivos do Acordo de Paris empresas que chegam a demorar décadas para atingir a trajetória considerada alinhada pelo modelo, desconsiderando a importância de metas de curto e médio prazo para a mitigação das mudanças climáticas (Reclaim Finance, 2021).

No entanto, a operação da Suzano se sai relativamente bem frente as críticas ao TPI realizadas pela *Reclaim Finance* (2021). Segundo publicado em seu Relatório Anual de 2021 (2022), as emissões de escopo 3 representaram 42% de suas emissões no ano de 2021, portanto, a maior parte das emissões, 58%, está coberta pela meta proposta. Além disso, o período que vai ser considerado para a mensuração do atingimento da meta são os anos de 2024 – 2025, considerado um horizonte temporal de curto, no máximo médio prazo. Logo, as SPTs propostas servem como metas de curto – médio prazo para a ambição 2030 da Suzano, que é a redução em 15% da intensidade de emissões frente ao *baseline* de 2015.

Portanto, a vinculação da meta a taxa de juros coloca pressão sobre a necessidade de estabilizar a curva de descarbonização da companhia e segundo o SPO da ISS ESG (2020) isso confere um desafio para a indústria. No entanto, o MSCI

identifica que as metas de descarbonização da Suzano, que são as mesmas que foram vinculadas a operação, estão alinhadas a um cenário de 2.8 °C de aquecimento, divergindo do cenário da TPI que foi a referência utilizada para definição da meta, que indica alinhamento a um cenário de aquecimento abaixo de 2° C. Logo, entende-se o nível de adicionalidade da operação como sendo moderado, pois está associado a atividades e práticas do emissor e com sua estratégia ESG. Além disso, a ambição da SPT representa uma aproximação a cenários científicos, porém, não o suficiente para ser unânime o alinhamento com o Acordo de Paris.

- **Avaliação sobre nível de adicionalidade socioambiental ocasionado pela operação**

MODERADO 

Figura 25: Representação gráfica da avaliação do autor sobre o nível de adicionalidade socioambiental ocasionado pela operação da Suzano.

5.1.4 Repercussão da operação entre os atores do mercado financeiro e da mídia especializada

A emissão da Suzano teve repercussão da imprensa especializada e entre atores do mercado de finanças sustentáveis. De modo geral, a notícia da operação foi recebida de forma positiva, a *Capital Reset* (Adachi, 2020) apontou à época que “quem conhece os detalhes da operação da Suzano diz que as metas a serem anunciadas são bastante mais ambiciosas do que a que norteou a emissão da Enel”, comparando com a primeira emissão de SLB do mundo, da italiana Enel, que recebeu críticas devido à falta de ambição da meta proposta. O portal *Environmental Finance*, especializado em finanças sustentáveis, concedeu o prêmio de *sustainability-linked bond of the year* para a operação da Suzano. Foi dado destaque ao pioneirismo da companhia, que protagonizou a primeira operação em mercados emergentes e foi a primeira a ter um parecer de segunda opinião (Environmental Finance, 2021). Além disso, a operação contou com matérias de veículos como Forbes, Exame e Aberje, que se limitaram a descrever as características da operação, grande novidade na época.

- **Avaliação sobre o tom da repercussão da operação entre os atores do mercado financeiro e da mídia especializada**

POSITIVO

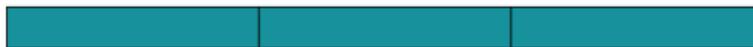


Figura 26: representação gráfica da avaliação do autor sobre o tom da repercussão da operação entre os atores do mercado financeiro e da mídia especializada ocasionado pela operação da Suzano.

5.1.5 Influência no perfil de sustentabilidade da companhia

Uma das propostas do presente trabalho é entender se instrumentos financeiros como os SLBs podem servir como indutores de melhores práticas nas empresas e em seus respectivos setores. Antes da operação, que ocorreu dia 02/09/2020, a Suzano já era uma empresa com uma atuação robusta na agenda de sustentabilidade, já publicava relatórios de sustentabilidade aderente às normas GRI desde 2010, onde já nessa época publicava suas emissões de GEE dos escopos 1, 2 e 3. A Fibria, empresa que se fundiu com a Suzano em 2019, publicava seus avanços em sustentabilidade desde 2009. Antes da emissão de seu primeiro SLB, a Suzano/Fibria já havia emitido 2 *green bonds*, um em 2016 e outro em 2017, e um CRA (Certificado de Recebíveis do Agronegócio) verde também em 2016, ou seja, já era uma empresa familiarizada com o mercado de títulos “verdes”. O advento dos SLBs significou uma excelente oportunidade de financiar a estratégia de sustentabilidade, possibilitando atestar o comprometimento com as metas propostas perante seus *stakeholders*. Além disso, há uma forte sinalização de credibilidade da estratégia de sustentabilidade ao emitir um SLB vinculado a mesma. Todo o processo de rotulação, onde o *framework* da operação tem que estar alinhado aos *Sustainability-Linked Bonds Principles* e passa por avaliação através do parecer de segunda opinião, pode servir como um “certificado” de que a empresa está de fato comprometida com a agenda da sustentabilidade.

Desde a emissão do título em 2020, a Suzano já divulgou o desempenho frente a meta proposta para os anos de 2020 e 2021, tendo relatado a intensidade de emissões de GEE de 0,1929 e 0,1995 tCO₂e/t respectivamente. Desde 2015, a intensidade variou de 0,2133 (2015) a 0,1929 (2020) tCO₂e/t, evidenciando o desafio de se atingir 0,190 tCO₂e/t em 2024 - 2025, consolidando a estabilização da redução da intensidade para alcançar 0,181 tCO₂e/t em 2030.

Portanto, visto que a Suzano já tinha uma atuação robusta na agenda da sustentabilidade antes da emissão de seu primeiro SLB, a operação em si não alavancou grandes avanços no perfil de sustentabilidade do emissor. No entanto, a emissão representou uma forte sinalização a seus *stakeholders* sobre o comprometimento da

companhia com sua estratégia de sustentabilidade, angariando repercussão positiva nacional e internacionalmente. Logo, avalia-se o avanço no perfil de sustentabilidade como sendo moderado.

- **Avaliação sobre o avanço no perfil de sustentabilidade do emissor**

MODERADO



Figura 27: Representação gráfica da avaliação do autor sobre o nível de avanço no perfil de sustentabilidade após a operação da Suzano.

Após a primeira emissão em 2020, a Suzano já realizou outras duas operações de *sustainability-linked bonds* em 2021. Os KPIs e SPTs dessas duas emissões também estão presentes na estratégia 2030, sendo eles a intensidade de retirada de água industrial e a quantidade de mulheres em posições de liderança. Foi a primeira vez que um KPI relacionado a diversidade e inclusão foi utilizado em uma operação de SLB na América Latina.

Em dezembro de 2021, 39% da dívida da Suzano era rotulada como sustentável, sendo 8% de *green bonds*, 31% de *sustainability-linked bonds* e 61% de títulos tradicionais.

5.2 Via

5.2.1 Perfil de sustentabilidade

A Via é uma empresa brasileira que atua no ramo de varejo de eletrônicos e móveis e se propõe a oferecer aos clientes um ecossistema diverso, inovador e integrado, a fim de entregar a todos os brasileiros a melhor via de compras (Via, 2022). Através das marcas Casas Bahia e Ponto, alcança-se 28 milhões de clientes ativos em todo o Brasil, seja por meio de lojas físicas, *e-commerce* ou *marketplace*. A Via é reconhecida pelo mercado como a maior empresa de varejo de eletroeletrônicos e móveis do Brasil (Via, 2022). A operação abarca 1091 lojas físicas, distribuídas por 515 municípios, em 21 estados e Distrito Federal. Todas elas estão habilitadas a funcionarem como mini *hubs*, apoiando na distribuição e entrega dos produtos vendidos nas lojas online e aplicativos. No *marketplace*, mais de 130 mil *sellers* estão conectados, aproveitando a vitrine e infraestrutura da Via para comercializar seus produtos.

A Via estabeleceu em 2021 seu Plano Estratégico de Sustentabilidade/ESG, que define objetivos, apresenta eixos de atuação e estabelece as prioridades da gestão com horizonte até 2025. O primeiro passo foi estabelecer uma matriz de materialidade, em seguida, os 8 temas considerados materiais foram atrelados à estratégia do negócio com o estabelecimento do propósito e dos pilares de atuação em sustentabilidade, conforme apresenta-se abaixo, destaca-se em negrito a meta que foi utilizada para a operação:

- **+ Preservação Ambiental**

1. **Meta: Até 2022, 50% de toda a energia utilizada nas operações será adquirida de fontes limpas e renováveis e, até 2025 90% da energia virá dessas fontes.**

- Ecoeficiência operacional e circularidade (resíduos e energia).
- Mudanças climáticas.

- **Ambientes + Diversos e Inclusivos**

1. **Meta: Até 2025 ter 42% de mulheres e 45% de negros em cargos de liderança (gerentes e acima); e capacitação de 46 mil colaboradores para um atendimento inclusivo e livre de preconceitos**

- Diversidade, inclusão e bem-estar no ambiente de trabalho.

- **Negócios + Perenes e Responsáveis**

- Cadeia de valor responsável.
- Acessibilidade financeira.
- Inovação e tecnologia com foco no cliente.
- Governança, ética e transparência.
- Segurança e privacidade de dados.

Em 2021 foi aprovada a Política de Sustentabilidade da Via, que formalizou o compromisso com a economia circular e de baixo carbono, a diversidade, a inclusão, a ética e transparência em relação a cadeia de fornecimento, a educação financeira dos clientes e a atuação nos aspectos ESG. A Política também estabelece diretrizes no relacionamento com *stakeholders* e em temas como direitos humanos, saúde e segurança no trabalho, investimentos sociais e mudanças climáticas. A implementação da Política é responsabilidade da área de Sustentabilidade Corporativa, ligada à Diretoria de Comunicação e ESG.

No site institucional da Via, há uma sessão dedicada a sustentabilidade, no entanto, as informações contidas nela são escassas e desatualizadas, contendo uma introdução, onde fala-se da Política Corporativa Ambiental, formalizada em 2017, e da construção da Visão 2020. Também é dado destaque para o Programa de reciclagem Reviva, citando objetivos de forma genérica, sem números e metas. É na página de Relações com Investidores que se faz possível encontrar maiores informações sobre a estratégia de sustentabilidade da companhia. Nela, há uma breve introdução onde é contada a trajetória da companhia frente a agenda da sustentabilidade, apresentando alguns destaques, compromissos que a companhia é signatária e as principais iniciativas dentro das dimensões ambiental, social e governança. Embora a Via divulgue que possui metas relacionadas à gestão ambiental, economia circular, gestão de energia e emissão de CO₂ (Via, 2022), em suas divulgações somente é possível encontrar metas específicas em 2 frentes, onde coloca prazo, porcentagem de melhora e *baseline*. As frentes são energia renovável (meta vinculada a emissão de SLB) e diversidade, onde se compromete com um incremento de pessoas diversas (mulheres e negros) em cargos de liderança e capacitação dos colaboradores para um atendimento inclusivo e livre de preconceitos. No entanto, a companhia, diferentemente da Suzano, não disponibiliza em nenhum local a performance frente as metas propostas.

Logo, entende-se que a maturidade da estratégia de sustentabilidade da Via é moderada, visto que seu desenvolvimento é recente e carece de metas específicas para todos os pilares, demonstração de progresso frente às metas propostas e evidências que atestem a adicionalidade frente à agenda de sustentabilidade.

- **Avaliação sobre estratégia de sustentabilidade do emissor**

MODERADA



Figura 28: Representação gráfica da avaliação do autor sobre o nível de maturidade da estratégia de sustentabilidade da Via.

Quanto à governança para sustentabilidade. Cabe ao Conselho de Administração a fiscalização da Política de Sustentabilidade. O órgão busca integrar os temas socioambientais ao planejamento estratégico e à operação por meio de:

1. Remuneração variável dos executivos;

2. Eleição dos membros do Conselho com critérios relativos à conduta e conhecimento em sustentabilidade;
3. Discussão de externalidades; e
4. Acompanhamento de políticas de relacionamento com *stakeholders*.

A execução e aprovação da Política de Sustentabilidade, além do monitoramento das ações, fica a cargo da Diretoria de Comunicação e ESG. Já os aspectos relacionados à mudança do clima e demais assuntos pertinentes à sustentabilidade são de responsabilidade de toda Companhia sob a liderança da Diretoria de Comunicação e ESG, com reporte direto ao CEO.

A responsabilização do Conselho de Administração, instância máxima de governança, para a fiscalização da Política de Sustentabilidade, evidencia comprometimento da companhia. No entanto, a vinculação da gestão da sustentabilidade a uma diretoria de comunicação não é considerada uma boa prática para atestar uma efetiva integração de questões socioambientais. Mesmo que sob esse guarda-chuva exista uma Gerência de Sustentabilidade e uma Gerência de Diversidade e Inclusão. A companhia não possui Comitê de Sustentabilidade para assessorar a construção e a implementação da estratégia ESG. Portanto, referenciando-se o *framework* da UNEP-FI (Figura 20), se faz possível argumentar que a companhia se encontra no início do estágio 2, pois já existe envolvimento do Conselho de Administração em questões de sustentabilidade, existem métricas e KPIs estabelecidos para mensuração da performance. No entanto, ainda não há um órgão dedicado unicamente para supervisionar e assessorar o desenvolvimento da estratégia de sustentabilidade.

Logo, entende-se que a governança para sustentabilidade do emissor pode ser considerada moderada, principalmente por conta do envolvimento do C.A., existência de Política de Sustentabilidade e inclusão de questões socioambientais na remuneração variável dos executivos.

- **Avaliação sobre governança para sustentabilidade do emissor**

MODERADO



Figura 29: Representação gráfica da avaliação do autor sobre as práticas de governança para a sustentabilidade da Via

5.2.2 Histórico frente a agenda de sustentabilidade

O setor em que a Via opera é intensivo na geração de resíduos, uso de recursos, consumo de energia e emissões de GEE (concentradas principalmente na operação logística). A companhia desenvolve, desde 2008, um destacado programa de reciclagem, o Reviva. Por meio dele, se dá destinação adequada para os resíduos dos escritórios, centros de distribuição e lojas. Além disso, disponibiliza-se coletores nas lojas para receber equipamentos eletroeletrônicos antigos, pilha e baterias descartados por clientes, conferindo destinação correta a esse tipo de material. Na fábrica de móveis Bartira, cujo a Via é proprietária, a companhia diz que os resíduos gerados durante as operações são, em sua maioria, destinados para reciclagem, no entanto, os resíduos classe I, oriundos dos processos de pintura, são incinerados e os da classe II, destinados para aterros sanitários. A Via em seu relatório (Via, 2022) indica que envia para aterro os seguintes resíduos da classe II: lixo comum; orgânico; entulho; e ainda existe uma categoria denominada outros.

No que se refere a gestão de energia, a Via abastece as 50 filiais no Rio de Janeiro com a energia de duas usinas solares e desde 2018 abastece 82 filiais em Minas Gerais a partir de outra usina solar. A companhia também abastece outras 63 unidades através do Mercado Livre de Energia.

Ao longo dos últimos anos a Via tem buscado transformar seu processo de logística para reduzir as emissões de GEE. Algumas iniciativas que vem sendo empregadas são a descentralização das entregas, de CDs para *hubs*, e a utilização de entregadores autônomos parceiros para a última milha, que utilizam veículos próprios, mais leves e econômicos, além de motos e bicicletas.

Nas operações da Bartira, a companhia afirma utilizar na confecção dos móveis apenas madeira integralmente certificada pelo FSC (*Forest Stewardship Council*).

No entanto, como abordado previamente, apesar de ter diversas ações interessantes, a estruturação da estratégia de sustentabilidade da companhia é recente, o Plano Estratégico de Sustentabilidade/ESG e a Política de Sustentabilidade da Via somente foram estabelecidos em 2021. O primeiro exercício de materialidade foi conduzido pela companhia em 2017. A companhia começou a publicar relatórios de sustentabilidade norteados pelas diretrizes da *Global Reporting Initiative* (GRI) somente em 2019.

A Via esteve envolvida em algumas controvérsias em seu histórico recente, como a ocorrência de fraudes contábeis em 2019 (Exame, 2019), o que pode

evidenciar falta de *compliance* e controles internos adequados. Além disso, a família Klein, fundadora da Casas Bahia, principal empresa da *holding*, é centro de um escândalo sobre abusos sexuais em série praticados pelo patriarca da família, Samuel, e seu filho, Saul (Lopes e Brandalise, 2021). A resposta da Via aos escândalos envolvendo a família Klein foram na linha de que a família nunca exerceu qualquer controle na *holding*, que foi constituída em 2011 para gerir as marcas Casas Bahia, Ponto Frio, Extra.com.br e Bartira. A *holding*, que até agosto de 2019 fazia parte do Grupo Pão de Açúcar, é hoje uma corporação independente, sem bloco controlador. Portanto, a empresa afirmou que não comentaria sobre fatos que poderiam ter ocorrido em período anterior ao da atual gestão da empresa (Monitor do mercado, 2021).

A Via é aderente a 5 critérios avaliados no presente trabalho (Figura 19), que são a presença no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3), no Índice GPTW e no Índice Carbono Eficiente; é signatária do Pacto Global; e é listada no Novo Mercado da B3. A Via nunca havia participado do mercado de títulos rotulados previamente a emissão de seu SLB.

Portanto, embora a Via tenha diversas iniciativas que promovam a sustentabilidade ao longo de suas operações, a estruturação de uma estratégia coerente a aderente a boas práticas é recente. Além disso, controvérsias envolvendo fraudes contábeis, evidenciando problemas de governança e escândalos de assédio sexual da família Klein, fundadora da empresa, pesam de forma negativa no histórico frente a agenda de sustentabilidade da companhia. Logo, entende-se o histórico da companhia frente a agenda da sustentabilidade como sendo incipiente.

- **Avaliação sobre histórico na agenda da sustentabilidade do emissor**



Figura 30: representação gráfica da avaliação do autor sobre o histórico na agenda da sustentabilidade da Via.

5.2.3 Análise da emissão de *sustainability-linked bonds*

A emissão de SLB da Via ocorreu no dia 11/05/2021 e tratou-se da primeira oferta efetivamente pública desse tipo de crédito no Brasil e foi uma das maiores

ofertas com apelo sustentável no mercado nacional na época da operação (Adachi & Viri, 2021). Boticário e Votorantim Cimentos já haviam feito emissões nesse formato, mas elas foram integralmente embolsadas pelos bancos emissores e não oferecidas a investidores. Abaixo apresenta-se as características principais da operação:

- **Valor:** R\$ 750 milhões
- **Maturidade:** 5 anos
- **Cupom:** CDI + 2%
- **Meta:** alcançar percentual de consumo de energia renovável de 50% em 2022 e de 90% em 2025, a partir de um *baseline* de 30% (2019)
- **Revisor externo:** Resultante ESG
- **Bancos líderes:** UBS, Itaú, Bradesco, Safra
- **Rating de crédito:** br.AA (S&P)

A emissão da Via despertou a atenção do mercado de finanças sustentáveis, pois seria uma excelente oportunidade de entender o real apetite do investidor brasileiro para esse tipo de título. A operação acabou tendo estreia morna, onde saiu praticamente com a mesma proporção de oferta e demanda, o que levou os bancos coordenadores a entrar nas transações para garantir o rescaldo da operação (Viri, 2021). A emissão na época foi a maior já feita pela Via e contou com taxa bem mais baixa que as anteriores depois que a companhia passou por um *turnaround*. A operação tinha seus desafios para além do componente ESG, como o prazo curto e a concorrência com uma fila de outras emissões (Viri, 2021). Ainda assim, num mercado que estava bem aquecido em 2021, não era comum que bancos precisassem exercer a chamada “garantia firme”, onde se comprometem a assegurar o fechamento da operação, comprando as sobras ao preço proposto. Não se faz possível comparar a dinâmica de oferta e demanda com a operação da Suzano, onde a demanda superou em 9 vezes a oferta, visto que, a emissão da Via se destinou ao mercado nacional, enquanto a da Suzano foi para o mercado internacional.

Da mesma forma que a Suzano, a Via vislumbrou, através dos SLBs, uma oportunidade para financiar sua estratégia de sustentabilidade e acessar os benefícios inerentes a uma operação rotulada como sustentável. No entanto, a operação, e consequentemente as organizações envolvidas nela, foram vítimas de forte escrutínio

dos investidores e da mídia especializada. A gestora de recursos JGP, do Rio de Janeiro, em sua Carta de Crédito ESG (JGP, 2021), aponta que o principal critério dos *Sustainability Linked Bond Principles* em que a emissão da Via falhou em alcançar foi o da materialidade dos KPIs escolhidos. A SPT definida foi a de alcançar um percentual de consumo de energia renovável de 50% em 2020, e de 90% em 2025, a partir de um *baseline* de 30% (2019). A métrica se limitou ao escopo das lojas, centros de distribuição, escritórios e à fábrica de móveis. A Via e a Resultante, consultoria responsável pelo relatório de segunda opinião, assumiram que o KPI escolhido e a SPT definida representam um desafio à trajetória de descarbonização e mitigação de impactos ambientais do setor de varejo de eletrodomésticos.

A ferramenta de materialidade da MSCI ESG *Industry Materiality Map* corrobora a percepção da JGP, não identificando o uso de energia renovável como um tema material para os setores de eletrodomésticos e varejo de móveis. No entanto, tanto para o recorte setorial de varejo de móveis e mobiliário doméstico, aplicáveis a atuação da Via, emissões de carbono aparecem como material, portanto, desde que o escopo 1 e 2 seja de grande representatividade para as operações, pode-se alegar materialidade para o objetivo de aumentar a participação de energia renovável da energia consumida na parte física das operações. Como pode-se observar no Quadro 15.

eletrodomésticos

Environmental

Issue	Average Weight	
Electronic Waste	14.7%	■■■■
Product Carbon Footprint		
Toxic Emissions & Waste		
Packaging Material & Waste		
Opportunities in Green Building		
Biodiversity & Land Use		
Climate Change Vulnerability		
Financing Environmental Impact		
Opportunities in Renewable Energy		
Opportunities in Clean Tech		
Carbon Emissions		
Water Stress		
Raw Material Sourcing		

varejo de móveis

Environmental

Issue	Average Weight	
Product Carbon Footprint	9.9%	■■■
Raw Material Sourcing	9.8%	■■■
Toxic Emissions & Waste		
Packaging Material & Waste		
Opportunities in Green Building		
Biodiversity & Land Use		
Climate Change Vulnerability		
Financing Environmental Impact		
Opportunities in Renewable Energy		
Opportunities in Clean Tech		
Carbon Emissions		
Water Stress		
Electronic Waste		

mobiliário doméstico

Environmental

Issue	Average Weight	
Carbon Emissions	12.3%	■■■
CS Raw Material Sourcing	6.7%	■■
Biodiversity & Land Use		
Opportunities in Green Building		
Product Carbon Footprint		
Packaging Material & Waste		
Climate Change Vulnerability		
Financing Environmental Impact		
Opportunities in Renewable Energy		
Opportunities in Clean Tech		
Water Stress		
Electronic Waste		
Toxic Emissions & Waste		

Quadro 15: MSCI ESG Industry Materiality Map para os setores de eletrodomésticos, varejo de móveis e mobiliário doméstico. Fonte: MSCI ESG Industry Materiality Map, 2022.

Já sob a ótica do SASB, para a indústria de Produtos de construção e móveis, o tema gestão de energia é identificado como material, sendo considerado um tema que endereça impactos ambientais associados ao consumo de energia (SASB, 2022). No entanto, para a indústria de Fabricação de eletrodomésticos, nenhum tema ambiental é considerado material. Logo, percebe-se que a materialidade do KPI escolhido não é unanimidade ao longo dos setores aplicáveis a Via e entre referências utilizadas para a presente análise, aparecendo diretamente apenas em uma das cinco listas analisadas. Nos Quadros 16 e 17 pode-se ver quais são as questões consideradas materiais pelo SASB para as duas indústrias aplicáveis a Via.

Fabricação de eletrodomésticos

Questões relevantes (2 de 26)

Meio Ambiente	Capital Social	Capital Humano	Modelo de Negócios & Inovação	Liderança & Governança
Emissões de GEE	Direitos humanos e relações com a comunidade	Práticas trabalhistas	Design de produto e gestão do ciclo de vida	Ética de negócios
Qualidade do ar	Privacidade do cliente	Saúde e segurança do funcionário	Resiliência do modelo de negócios	Comportamento competitivo
Gestão de energia	Segurança de dados	Engajamento, diversidade e inclusão do funcionário	Gestão da cadeia de suprimentos	Gestão do ambiente legal e regulatório
Gestão de água e efluentes	Acessibilidade		Fornecimento de materiais e eficiência	Gestão de riscos de incidentes críticos
Gestão de resíduos e materiais perigosos	Qualidade e segurança do produto		Impactos físicos das mudanças climáticas	Gestão de risco sistêmico
Impactos ecológicos	Bem estar do cliente			
	Práticas de venda e rotulagem do produto			

Quadro 16: Questões materiais (indicadas em negrito) para a indústria de Fabricação de eletrodomésticos segundo a ferramenta *Materiality Finder* do SASB.

Fonte: SASB *Standards Materiality Finder* (2022)

Produtos de construção e móveis

Questões relevantes (4 de 26)

Meio Ambiente	Capital Social	Capital Humano	Modelo de Negócios & Inovação	Liderança & Governança
Emissões de GEE	Direitos humanos e relações com a comunidade	Práticas trabalhistas	Design de produto e gestão do ciclo de vida	Ética de negócios
Qualidade do ar	Privacidade do cliente	Saúde e segurança do funcionário	Resiliência do modelo de negócios	Comportamento competitivo
Gestão de energia	Segurança de dados	Engajamento, diversidade e inclusão do funcionário	Gestão da cadeia de suprimentos	Gestão do ambiente legal e regulatório
Gestão de água e efluentes	Acessibilidade		Fornecimento de materiais e eficiência	Gestão de riscos de incidentes críticos
Gestão de resíduos e materiais perigosos	Qualidade e segurança do produto		Impactos físicos das mudanças climáticas	Gestão de risco sistêmico
Impactos ecológicos	Bem estar do cliente			
	Práticas de venda e rotulagem do produto			

Quadro 17: Questões materiais para a indústria (indicadas em negrito) Produtos de construção e móveis segundo a ferramenta *Materiality Finder* do SASB. Fonte: SASB *Standards Materiality Finder* (2022)

Embora o tema energia não esteja perto de ser unanimidade sob a ótica do SASB e MSCI, a Via, em seu Relatório Anual 2021 (Via, 2021), identifica a questão como material, embora de uma forma generalista, através do tema “Ecoeficiência operacional e circularidade (resíduos e energia)”. Segundo a Carta de Crédito ESG da JGP (JGP, 2021), o consumo de energia elétrica para o setor, do ponto de vista de impactos ambientais negativos, carece de materialidade. Embora a transição energética seja imprescindível para o combate às mudanças climáticas, não chega a representar um desafio para a parte física do setor de atuação da Via. Se as operações de *e-commerce* e logística de entrega tivessem dentro do escopo do KPI, aí sim ele poderia ser considerado relevante e material (JGP, 2021). Outro fator que onera a credibilidade da operação é o fato de que a Via foi pouco transparente quanto a real adicionalidade ambiental da operação. No Brasil, a matriz energética brasileira em 2019 já contava com 45% de fontes renováveis (BEN, 2021) e com tendência de crescimento, de modo que, em 2025 (ano de verificação da meta), a composição do *grid* nacional tende a ser ainda mais renovável. Ao utilizar-se de um *baseline* de 2019 de 30% de consumo de energia renovável, a companhia induz ao investidor que o impacto gerado pelo cumprimento das metas, de alcançar 90% em 2025, seria de um aumento em 60% de renováveis na composição de consumo de energia da companhia. O que o SPO e a companhia falharam em elucidar, entretanto, é que os 30% desconsideram a parcela da energia elétrica adquirida do Sistema Integral Nacional (SIN), energia essa que já possui um percentual renovável relevante, conforme já mencionado. Dessa forma, os 70% restantes de consumo de energia que a Via considera como não renovável provém de uma matriz energética composta em 45% por fontes renováveis. Assim, com a opção de não contabilizar em nada essa participação do SIN, a companhia induz a falsa impressão de que estaria produzindo um impacto positivo de aumento de consumo renovável em 60% quando na verdade, o *baseline* usado não condiz com a realidade, de modo a superestimar o impacto real. Faltou transparência e clareza quanto à escolha pelo *baseline* de 30% de consumo de energia renovável em 2020 (JGP, 2021).

Outro fator criticado na Carta de Crédito ESG da JGP (JGP, 2021) foi a baixa relevância do consumo de energia à estrutura de despesas do setor. No caso da Via, em particular, representou menos de 2% das despesas de venda, gerais e administrativas da companhia em 2020. Diante disso, a tarefa de aumentar o percentual de energia renovável no consumo de energia da companhia não representa um desafio

para o setor (JGP, 2021). O tamanho da penalidade em caso de não cumprimento das metas também recebeu críticas, por ser considerado pequeno perto de outras emissões semelhantes. O *step up* utilizado na operação foi de 10 pontos-base para cada período de verificação da meta, 2022 e 2025, totalizando um máximo de 20 pontos-base caso ela falhe em cumprir o prometido em ambos os períodos. O padrão que vem se consolidando é de 25 pontos-base, tendo sido o *step-up* oferecido por empresas como Suzano, Klabin e Simpar no mercado externo para o caso de não cumprimento das metas de sustentabilidade. Por fim, outra boa prática negligenciada e que rendeu críticas foi a falta de transparência quanto a disponibilização do parecer de segunda opinião (*second party opinion*, ou SPO). Na Via, o *roadshow* para a oferta ocorreu sem que o relatório de SPO estivesse disponível. A boa prática é que o SPO esteja pronto antes do início do *roadshow*. No entanto, a realidade no mercado brasileiro tem ficado bem distante disso, com o parecer sendo entregue apenas no início do *bookbuilding* ou somente antes da liquidação, com a alocação já concluída (Adachi & Viri, 2021).

As implicações de falhas como as da emissão da Via para o mercado de títulos rotulados vão além da simples inadequação de critérios. Como foi a primeira oferta efetivamente pública de um SLB no mercado brasileiro, a emissão despertou o temor sobre o prejuízo à imagem e à percepção dos agentes econômicos acerca de um instrumento (*sustainability-linked bond*) que estava em seus primórdios no Brasil. Portanto, ao fazer uma emissão inaugural de SLB público do porte que optou por fazer, faltou à Via o senso de *standard setting*, que poderia ter sido extremamente relevante para a trajetória da companhia frente a agenda de sustentabilidade. Dada a imaterialidade do KPI escolhido, a falta de clareza e transparência acerca do SPT e do impacto positivo gerado, a Via perdeu uma grande oportunidade de se diferenciar e se destacar frente a agenda ESG (JGP, 2021).

A JGP (2021) aponta alguns KPIs que poderiam cumprir o devido papel, sendo referentes a problemas que permitissem adicionalidade ambiental e representassem desafios significativos à companhia. Um deles poderia ser o percentual de embalagens recicladas, reutilizáveis e mais sustentáveis utilizadas em operações de *e-commerce* e entrega. Outro ponto significativamente mais relevante seria o uso de metas baseadas em ciência para redução do nível de emissões de GEE, aprovadas pelo SBTi, coerentes com os cenários de contenção de aquecimento global de 1.5° C. No entanto, a Via não possuía inventário completo de suas emissões de GEE. No

relatório de sustentabilidade de 2020, a empresa informou apenas a mensuração ainda provisória do escopo 2. Não havia referência às suas emissões diretas (escopo 1) e nem à de seus fornecedores e terceirizados (escopo 3). No relatório de 2021 (Via, 2022), a Via já contava com reporte de emissões dos escopos 1, 2 e 3, a partir de inventário que foi realizado de acordo com as diretrizes do *GHG Protocol*. Logo, fica evidente a baixa maturidade da companhia na agenda climática.

Alguns gestores de recursos usaram como parâmetro para comparação outra emissão do setor de varejo, a do Mercado Livre, que foi considerada mais ambiciosa em seus objetivos (Adachi & Viri, 2021). Em janeiro de 2021, o MeLí emitiu títulos sustentáveis (*Sustainability Bonds*, operação baseada em Uso de Recursos), cujos recursos foram carimbados para financiar três projetos: dar crédito a pequenos negócios negativados, garantir o financiamento para eletrificação da frota de entregadores e conservação e reflorestamento de biomas no Brasil. Na época, os projetos também receberam críticas, principalmente de que não havia garantia da disponibilidade de vans elétricas no volume pretendido pela empresa. No entanto, os objetivos foram avaliados como de maior seriedade (Adachi & Viri, 2021).

Portanto, entende-se que o nível de adicionalidade ocasionado pela operação foi incipiente, dada as inúmeras negligências apontadas. Além disso, a operação contou com repercussão negativa entre os atores do mercado financeiro e da mídia especializada, tendo se transformado em um *case* sobre o que não se deve fazer ao buscar uma emissão de *sustainability-linked bond*.

- **Avaliação sobre nível de adicionalidade socioambiental ocasionado pela operação**



Figura 31: Representação gráfica da avaliação do autor sobre o nível de adicionalidade socioambiental ocasionado pela operação da Via.

- **Avaliação sobre o tom da repercussão da operação entre os atores do mercado financeiro e da mídia especializada**



Figura 32: Representação gráfica da avaliação do autor sobre o tom da repercussão da operação entre os atores do mercado financeiro e da mídia especializada ocasionado pela operação da Via.

5.2.4 Influência no perfil de sustentabilidade da companhia

Antes da operação, que ocorreu no dia 11/05/2021, a Via era uma empresa com ainda poucas credenciais frente a agenda de sustentabilidade. Embora a companhia já publicasse relatórios de sustentabilidade desde 2016, foi somente em 2019 que passou a buscar aderência às normas GRI. O ano de 2021 representou uma virada de chave para a companhia, visto que avanços consideráveis foram feitos e reconhecimentos importantes foram recebidos.

A partir de 2021 a Via começou a publicar seu inventário de emissões de GEE de forma completa, abordando os escopos 1, 2 e 3. Isso é uma prática básica de companhias engajadas na agenda da sustentabilidade e algo que deveria ter levantado bandeiras vermelhas para a emissão de SLB, visto que a suposta adicionalidade do KPI proposto estaria justamente na redução de emissões de escopo 1 e 2. Em seu relatório de sustentabilidade de 2020, o tema emissões conta com apenas 3 parágrafos de relato, e somente o escopo 2 possui suas emissões contabilizadas. No entanto, no relatório de 2021, o tema já contava com duas páginas dedicadas.

Outras boas práticas que passaram a ser exercidas a partir de 2021 foram a inclusão de informações ESG nas apresentações de divulgação de resultados trimestrais, algo que se deu a partir do segundo trimestre de 2021. Em junho de 2021 foi aprovada a Política de Sustentabilidade da Via, que formalizou o comprometimento com o Plano Estratégico de Sustentabilidade. Outro fator relatado em 2021 e que demonstra comprometimento frente a agenda é a vinculação de parte da remuneração variável dos executivos ao cumprimento de metas socioambientais. Nesse mesmo ano a Via também passou a ser signatária do Pacto Global e ingressou na carteira do ISE, tendo seus avanços reconhecidos.

Logo, percebe-se que a emissão de SLB da Via andou em paralelo com o avanço em outras práticas estruturantes e basilares para uma performance coerente e robusta junto a agenda de sustentabilidade. Portanto, pode-se dizer que o avanço no perfil de sustentabilidade do emissor após a emissão foi robusto.

- **Figura sobre o avanço no perfil de sustentabilidade do emissor**

ROBUSTO



Figura 33: Representação gráfica da avaliação do autor sobre o nível de avanço no perfil de sustentabilidade após a operação da Via.

A Via não voltou a acessar o mercado de títulos verdes após essa primeira emissão.

5.3 Suzano x Via

Os dois casos analisados evidenciaram empresas em diferentes níveis de maturidade frente a agenda da sustentabilidade. Entre os elementos que foram analisados, a Suzano demonstra estar em estágio superior em todos. O único elemento que a Via teve destaque foi quanto ao avanço no perfil de sustentabilidade que ocorreu a época da emissão, isso pode ser explicado pelo fato da Suzano já possuir práticas muito consistentes quando emitiu seu primeiro SLB, já evidenciando alta maturidade. Por outro lado, a Via, até a época da emissão, ainda estava em seus passos iniciais na jornada rumo a plena integração de questões ambientais, sociais e de governança em suas operações. O Quadro 18 apresenta um comparativo entre as avaliações conduzidas para os critérios estipulados nas operações da Suzano e da Via.



Quadro 18: Representação das avaliações conduzidas pelo autor ao longo dos estudos de caso.

6 CONCLUSÕES

Após amplo estudo sobre os avanços e o atual estágio da agenda da sustentabilidade entre empresas privadas e instituições financeiras, analisou-se as empresas brasileiras emissoras de títulos de dívida no formato de *sustainability-linked bonds* com o objetivo de entender o perfil de sustentabilidade das companhias que acessaram esse mercado. Depois disso, conduziu-se dois estudos de caso, com foco nas operações de SLB da Suzano e da Via, tendo como objetivo exemplificar a forma com que a maturidade em práticas de sustentabilidade da companhia emissora pode pautar as dinâmicas inerentes às emissões. O objetivo foi contribuir para o entendimento sobre a relação entre o acesso a SLBs e a maturidade da estratégia de sustentabilidade das companhias emissoras.

Ficou evidente a necessidade de ampliar a diversidade dos KPIs utilizados nas operações, visto que, é possível argumentar que temas ambientais como biodiversidade e recursos hídricos, por exemplo, são de igual ou maior relevância que emissões de GEE, que foi o KPI mais comumente utilizado, para o contexto brasileiro. Além disso, se faz importante ampliar o volume vinculado a questões sociais, já que se espera do setor privado compromissos contundentes para que haja avanços em termos de diversidade, inclusão e redução das desigualdades.

A partir dos estudos de caso das operações da Suzano e da Via, pode-se inferir que empresas com estratégias de sustentabilidade mais maduras são mais capazes de aproveitar os benefícios que uma emissão de título carimbado como sustentável pode oferecer, notavelmente a sinalização para o mercado de comprometimento com suas metas definidas e o acesso a um menor custo de capital. Por outro lado, como foi no caso da Via, empresas sem a capacidade de prover as evidências necessárias para atestar a materialidade do KPI escolhido e incapazes de conferir o embasamento científico devido para atestar a ambição da meta pretendida estão expostas a efeitos negativos, onde a tentativa de rotulagem do título pode dar a entender uma pretensão de se realizar *greenwashing*. No entanto, o caso da Via exemplificou a forma com que a emissão de instrumentos carimbados pode ser indutora de avanços frente a agenda da sustentabilidade. Ao realizar uma emissão dessas, que se destina ao mercado de capitais, aumenta-se o escrutínio e atenção dos *stakeholders* sobre a atuação da empresa. Portanto, a empresa acaba estimulada a realizar

avanços e a conferir maior transparência sobre suas práticas. Outro aspecto importante é uma maior integração entre as informações financeiras e não financeiras nas comunicações com o mercado, dessa forma permitindo que os investidores e *stakeholders* em geral tenham maior entendimento da correlação entre desempenho financeiro e performance em sustentabilidade.

A relevância de instrumentos como os SLBs para o avanço do setor privado frente aos desafios globais da sustentabilidade vai depender de um amadurecimento de todos os atores envolvidos nesse tipo de operação. Os bancos e consultorias devem possuir a expertise necessária para avaliar a real adicionalidade do que está sendo proposto pela empresa candidata a emitir seu título, orientando-a quando o avanço pretendido for incipiente. Essa devida diligência é essencial para o futuro desse mercado, visto que, casos como o da Via tem capacidade de onerar a credibilidade do instrumento perante a sociedade em geral. Aumentar o envolvimento de especialistas com amplo conhecimento técnico, seja da academia ou de instituições de pesquisa (como *think tanks*), sobre os temas dos KPIs vinculados às operações, pode ajudar a aumentar a confiança dos investidores e demais *stakeholders* acerca da adicionalidade da operação. No entanto, não é fácil traduzir conhecimento científico para outros públicos, ainda mais investidores, nem sempre acostumados a esse tipo de linguagem. Isso confere um desafio para as consultorias encarregadas dos SPOs, que é a tradução do conhecimento científico para os investidores, facilitando essa interface entre ciência e tomada de decisão. A emergência de certificações como a que está sendo desenvolvida pela *Climate Bonds Initiative*, que será destinada a instrumentos baseados em desempenho ESG, também se faz de grande valor para aumentar a credibilidade do mercado, amparar as empresas no desenho da estrutura de suas operações e a aumentar a confiança dos *stakeholders*. Cada vez mais os investidores, responsáveis pela compra dos títulos no mercado de capitais, vão ser capazes de diferenciar as operações que representam *greenwashing* daquelas que genuinamente estão buscando fazer frente aos desafios e trajetórias que a ciência aponta como necessário.

Além disso, o valor dos SLBs como uma forma de atestar credibilidade à estratégia de sustentabilidade proposta se faz claro. Empresas como a Suzano, que possui diversas metas em sua estratégia, tem a oportunidade de realizar múltiplas operações, aumentando a representatividade da dívida que é rotulada como sustentável e preenchendo a lacuna existente entre performance de sustentabilidade e

financiamento. Dessa forma ela fortalece ainda mais a sinalização de comprometimento com a agenda para os seus *stakeholders*.

Portanto, é possível dizer que o nível de contribuição que os *sustainability-linked bonds* representam para o avanço do setor privado frente aos desafios da sustentabilidade, representada por uma maior e mais efetiva integração de temas ambientais, sociais e de governança nas operações, está no campo dos incentivos. O nível de adicionalidade das operações usualmente é o mesmo que o presente nas estratégias e compromissos de sustentabilidade das empresas. Logo, a oportunidade de acessar os benefícios inerentes a uma emissão de SLB pode ser um fator indutor para o aumento do nível de ambição dos compromissos públicos presentes nas estratégias de sustentabilidade. Visto que, ao vincular a estratégia a uma emissão de dívida, a empresa atesta ao mercado o seu compromisso e submete a sua trajetória a um maior escrutínio.

As referências utilizadas para definir as metas e escolher os KPIs devem estar aderentes ao que há de mais atual no conhecimento científico e representar mudanças de trajetória alinhadas ao que é necessário para a manutenção dos sistemas socioecológicos que viabilizam a vida como se conhece e o equilíbrio da biosfera. Dessa forma, a relevância e o apelo desses instrumentos para investidores engajados no enfrentamento aos desafios globais da sustentabilidade tendem a crescer de forma exponencial na presente década, também chamada de década da ação (PNUD, 2019).

Entende-se que a pesquisa traz contribuições para os atores envolvidos no mercado de emissões de títulos. Para as empresas emissoras, proporciona maior clareza sobre o momento adequado de se vislumbrar o acesso a SLBs, de forma a mitigar os riscos e a aumentar as chances de que a emissão traga os desfechos pretendidos. Do ponto de vista das consultorias que realizam SPOs, torna evidente a necessidade de maior rigor técnico nas análises sobre o grau de adicionalidade das operações, assim como a importância de se aumentar a eficiência da comunicação com os investidores, nem sempre letrados nos temas que permeiam os KPIs escolhidos. Para os investidores, proporciona maior clareza sobre os aspectos que permeiam as operações, possibilitando maior diligência na hora de escolher um investimento que traduza suas preocupações socioambientais.

Possíveis outras linhas de pesquisa relacionadas ao tema que vão contribuir para um melhor entendimento da forma com que essas emissões podem gerar impactos

significativos para o endereçamento dos grandes desafios da sustentabilidade são: o entendimento do grau de envolvimento de cientistas de instituições renomadas na estruturação e avaliação dos *frameworks* para financiamento sustentável; formas de facilitar a interface entre conhecimento científico e tomada de decisão de atores do mercado financeiro; a quantidade de operações que estão amparadas em teses de mudança claras; tendências regulatórias e seus efeitos para os atores envolvidos nas operações de títulos rotulados; a forma com que as operações brasileiras dialogam com os temas de maior relevância para o contexto nacional; e uma análise mais abrangente sobre os avanços no emprego de boas práticas pelas empresas que fizeram emissões de SLB. Além disso, analisar os setores e companhias que têm recebido a maior fatia do fluxo de capital resultante dos programas de finanças sustentáveis das principais Instituições Financeiras pode ajudar a conferir maior clareza sobre a concretude da adicionalidade socioambiental de tais programas.

O presente trabalho foi de grande relevância para o desenvolvimento profissional do autor. Atuante desde maio de 2021 em uma consultoria de sustentabilidade corporativa, porém sem experiência prévia com finanças. A linha de pesquisa conduzida no mestrado estimulou um movimento intraempreendedor, onde os sócios da empresa confiaram ao autor a coordenação de uma nova frente de negócios, a de finanças sustentáveis, algo novo para a consultoria, com histórico de atuação em relatórios de sustentabilidade e planejamento estratégico para grandes empresas. A frente está em estruturação, em fase de entendimento de posicionamento, com o objetivo de ser um ator que contribua para o desenvolvimento das finanças sustentáveis no Brasil. Todo o processo que gerou o presente trabalho representou a aproximação do autor a um tema novo. A grande motivação por trás desse movimento foi o entendimento de que os desafios impostos pelo contexto socioambiental atual requerem ações urgentes e pragmáticas. É do entendimento do autor que instrumentos financeiros que estimulam o fluxo de grandes quantidades de capital para projetos e organizações comprometidas com o enfrentamento desses desafios é algo que deve ser mais bem compreendido para que o amadurecimento seja acelerado e os casos de *greenwashing* se tornem cada vez mais raros.

7 REFERÊNCIAS

- ACCOUNTABILITY. **AA1000 Stakeholder Engagement Standard**. Net, 1999.
- ADACHI, V. **Suzano prepara emissão inédita de “sustainability-linked bond”**. Net, ago. 2021. Capital Reset. Disponível em: < <https://www.capitalreset.com/suzano-prepara-emissao-inedita-de-sustainability-linked-bond/> >. Acesso em: 18 junho. 2022.
- ADACHI, V.; VIRI, N. **Em emissão com rótulo ESG, Via Varejo é criticada por metas fracas**. Net, abril. 2021. Capital Reset. Disponível em: < <https://www.capitalreset.com/em-emissao-com-rotulo-esg-via-varejo-e-criticada-por-metas-fracas/> >. Acesso em: 25 junho. 2022.
- ADAMS, C.A. *et al.* **The Double-Materiality Concept: Application and Issues**. Global Reporting Initiative, 2021, p. 5.
- ALMEIDA, A. **ESG parece, mas não é o mesmo que sustentabilidade**. Net, jul. 2021. Neofeed. Disponível em: < <https://neofeed.com.br/blog/home/esg-parece-mas-nao-e-o-mesmo-que-sustentabilidade/> >. Acesso em: 04 maio. 2022.
- ANBIMA. **O que são Debêntures?** Net, 2022. Disponível em: < <https://data.anbima.com.br/informacoes/o-que-sao-debentures> >
- B3. **Índice GPTW B3**. Net, 2022. Acessado em 14/07/2022. Disponível em < https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-sustentabilidade/indice-gptw-b3-igptw-b3.htm >
- B3. **Metodologia do Índice Carbono Eficiente (ICO2)**. B3, jul. 2020. Disponível em < https://www.b3.com.br/data/files/26/E5/5D/F8/0489F71026F0F8F7AC094EA8/ICO2-Metodologia_2021_v2.pdf >
- B3. **Segmentos de listagem**. B3, 2018. Acessado em 14/07/2022. Disponível em < https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/ >
- BAUER, R.; HANN, D. **Corporate environmental management and credit risk**. European Centre for Corporate Engagement (ECCE), 2010

- BECERRA, I. P. et al. **Inhibitory effects of *Eucalyptus globulus* on understory plant growth and species richness are greater in non native regions.** *Global Ecology and Biogeography*, mar. 2017.
- BEN SLIMANE, M.; MAHTANI, V.; DA FONSECA, D. **Facts and Fantasies about the Green Bond Premium.** Amundi Institute, dez. 2020. Disponível em: < <https://research-center.amundi.com/article/facts-and-fantasies-about-green-bond-premium> >
- BERRADA, T. et al. **The Economics of Sustainability Linked Bonds.** Rochester, NY: Social Science Research Network, 15 mar. 2022. Disponível em: <<https://papers.ssrn.com/abstract=4059299>>. Acesso em: 20 maio. 2022.
- BERTÃO, N. **Dívida sustentável: ‘greenium’ já é visto em emissões de brasileiras, mas mercado precisa amadurecer.** *Valor Econômico*, 2022. Acessado em 10 julho. 2022. Disponível em: < <https://valor.globo.com/financas/esg/noticia/2022/06/15/divida-sustentavel-greenium-ja-e-visto-em-emissoes-de-brasileiras-mas-mercado-precisa-amadurecer.ghtml> >
- BISHOP, R. C. **Endangered species and uncertainty: the economics of a safe minimum standard.** *American Journal of Agricultural Economics*, 1978.
- BOFFO, R.; PATALANO, R. **ESG Investing: Practices, Progress and Challenges.** Net, 2020. OCDE Paris. Disponível em: www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-Challenges.pdf
- CARROL, A. B. **Corporate Social Responsibility: Perspectives on the CSR Construct’s Development and future.** *Business & Society*, 2021.
- CARROL, A. B. **Social responsibility as na objective of business: Evolving toward a model of corporate social performance.** *Business policy and strategic management*, 1980.
- CARROL, A. B. **The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders.** *Business Horizons*, 1991.
- CARROL, A. B., HOY, F. **Integrating corporate social policy into strategic management.** *Journal of Business Strategy*, 1984
- CEPAL. **Pandemia provoca aumento nos níveis de pobreza sem precedentes nas últimas décadas e tem um forte impacto na desigualdade e**

no emprego. Net, mar. 2021. Disponível em: <https://www.cepal.org/pt-br/comunicados/pandemia-provoca-aumento-niveis-pobreza-sem-precedentes-ultimas-decadas-tem-forte>

- CLARK, B; YORK, R. **Carbon metabolismo: Global capitalismo, climate change, and the biospheric rift.** Theory and Society, 2005.
- CLIMATE BONDS INITIATIVE. **Sustainable debt global state of the market 2021.** Net, abril. 2022. Disponível em: <https://www.climatebonds.net/resources/reports/sustainable-debt-global-state-market-2021>
- COSTANZA, R.; GRAUMLICH, L.; STEFFEN, W. **Integrated history and future of people on Earth.** Cambridge MA USA: The MIT Press, 2006.
- COSTA, M. R. **Avaliação do desempenho de empresas de energia elétrica no Brasil sob a ótica de variáveis ambientais, sociais e de governança corporativa.** Universidade de São Paulo, 2018.
- CREED, A.; HORSFIELD, M. **Transition finance for transforming companies.** Net, set, 2021. Climate Bonds Initiative. Disponível em: <https://www.climatebonds.net/files/files/Transition%20Finance/Transition%20Finance%20for%20Transforming%20Companies%20ENG%20-%2010%20Sept%202021%20.pdf>
- CRUTZEN, P. J. **Geology of mankind.** Nature, 2002.
- CVM. **Instrução CVM nº 476.** Net, 2009. Acessado em 09/07/2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst476.html> >
- CVM. **Instrução CVM nº 554.** Net, 2014. Acessado em 09/07/2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst554.pdf> >
- ECCLES, R. G. **My New Year's Resolution To Republican Politicians Regarding ESG.** Net, jan. 2023. Forbes. Acessado em 02 janeiro. 2023. Disponível em: <https://www.forbes.com/sites/bobeccles/2023/01/01/my-new-years-resolution-to-republican-politicians-regarding-esg/?sh=6e4da8267cef>>
- ECCLES, R. G.; KLIMENKO, S. **The investor Revolution.** Net, jun. 2019. Harvard Business Review. Disponível em: <https://hbr.org/2019/05/the-investor-revolution>.

- ECCLES, R. G.; PERKINS, K. M.; SERAFEIM, G. **How to Become a Sustainable Company**. MIT Sloan Management Review, 2012.
- ECCLES, R. G.; SERAFEIM, G. **The performance frontier: innovating for a sustainable strategy**. Net, mai. 2013. Harvard Business Review. Disponível em: < <https://hbr.org/2013/05/the-performance-frontier-innovating-for-a-sustainable-strategy> >
- EDGECLIFFE-JOHNSON, A. **As empresas deveriam colocar os propósitos antes dos lucros?** Valor Econômico, 2019.
- EFRAG. **Proposal for a relevant and dynamic EU sustainability reporting standard-setting**. Bruxelas: European Reporting Lab, 2021.
- ELKINGTON, J. **Cannibals with forks: The triple bottom line of sustainability**. Gabriola Island: New Society Publishers, 1998.
- ELKINGTON, J. **Towards the Sustainable Corporation: Win-Win-Win Business Strategies for Sustainable Development**. California Management Review, 1994.
- ENVIRONMENTAL LEADER. **Science Based Targets Achieve Gold Standard Status**. Net, 2021. Disponível em: < <https://www.environmental-leader.com/2021/05/science-based-targets-achieve-gold-standard-status/> >
- ENVIRONMENTAL FINANCE. **Environmental Finance's Bond Awards 2021**. Net, 2021. Disponível em: < <https://www.environmental-finance.com/content/awards/winners/sustainability-linked-bond-of-the-year-suzano.html> >
- ENVIRONMENTAL FINANCE. **Sustainable Bonds Insight 2022**. Net, fev. 2021. Disponível em <https://www.environmental-finance.com/content/downloads/sustainable-bonds-insight-2022.html>
- EMPRESA DE PESQUISA ENERGÉTICA. **Balanco Energético Nacional Interativo**. Net, 2021. Disponível em: < <http://shinyepe.brazil-south.cloudapp.azure.com:3838/ben/> >
- EQUATOR PRINCIPLES. **Members & Reporting**. Net, 2022. Disponível em: < <https://equator-principles.com/members-reporting/> >
- EUROPEAN COMMISSION. **Guidelines on non-financial reporting: supplement on reporting climate related information**. 2019. Disponível em

[https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52019XC0620\(01\)&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52019XC0620(01)&from=EN)

- EXAME. **Sob pressão, Via Varejo terá que explicar prejuízo e supostas fraudes.** Net, 2019. Disponível em: < <https://exame.com/negocios/via-varejo-sob-pressao-alem-prejuizo-tera-de-explicar-investigacao-de-fraude/> >
- FINANÇAS PRÁTICAS. **O que é Bond?** Net, 2017. Disponível em: < <https://www.financaspraticas.com.br/recursos/perguntas-frequentes/o-que-e-bond> >
- FLAMMER, C. **Corporate Social Responsibility and Shareholder Reaction: The Environmental Awareness of Investors.** Academy of Management Journal, v. 56, n. 3, p. 758–781, jun. 2013.
- FLAMMER, C. **Does Corporate Social Responsibility Lead to Superior Financial Performance? A Regression Discontinuity Approach.** Management Science, v. 61, n. 11, p. 2549–2568, nov. 2015.
- FOLHA DE SÃO PAULO. **Empresas brasileiras com metas ambientais são minoria na Bolsa.** Net, 2021. Disponível em: < <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2021/08/empresas-brasileiras-com-metas-ambientais-sao-minoria-na-bolsa.shtml> >
- FREEMAN, R. E. **Strategic Management: A Stakeholder Approach.** Pitman, 1984.
- FRIEDMAN, M. **A Friedman doctrine-- The Social Responsibility Of Business Is to Increase Its Profits.** The New York Times, 13 set. 1970. Disponível em: < <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html> >
- GENIAL INVESTIMENTOS. **O que é CRA? Conheça o certificado de recebíveis do agronegócio.** Net, 2021. Disponível em: < <https://blog.genialinvestimentos.com.br/o-que-e-cra/> >
- GIZ; FiBraS. **O mercado de finanças sustentáveis no Brasil em 2022.** Laboratório de Inovação Financeira, 2022. Disponível em: < https://labinovacaofinanceira.com/wp-content/uploads/2022/03/FiBraS-Mercado-FinSustentaveis_2022.pdf >
- GLOBAL REPORTING INITIATIVE. **G4 Sustainability Reporting Guidelines.** Net, 2013.
- GLOBAL REPORTING INITIATIVE. **GRI Universal Standards: GRI 101, GRI 102, and GRI 103 – Exposure draft.** 2020. Disponível em <

<https://www.globalreporting.org/standards/media/2605/universal-exposure-draft.pdf> >

- GRIFFIN, J. J.; MAHON, J. F. **The corporate social performance and corporate financial performance debate: Twenty-five years of incomparable research.** Business & Society, 1997.
- GUPY. **Cultura organizacional: o que é, importância, tipos e exemplos.** 2022. Disponível em: < <https://www.gupy.io/blog/cultura-organizacional> >
- HART, S. L.; MILSTEIN, M. B. **Creating sustainable value.** Academy of Management Executive, 2003.
- HARVARD BUSINESS SCHOOL. **Cost of capital: what it is & how to calculate it.** Net, 2022. Disponível em: < <https://online.hbs.edu/blog/post/cost-of-capital#:~:text=Cost%20of%20capital%20is%20the,whether%20an%20investment%20is%20justified.> >
- ICMA. **Sustainability-Linked Bond Principles (SLBP).** Net, jun. 2020. Disponível em: <<https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/sustainability-linked-bond-principles-slbp/>>. Acesso em: 15 maio. 2022.
- IDOWU, S, S. et al. **Encyclopedia of Corporate Social Responsibility.** Springer Reference, 2013.
- IEA. **Energy Technology Perspectives 2017.** Net, jun. 2017. Disponível em: < https://iea.blob.core.windows.net/assets/a6587f9f-e56c-4b1d-96e4-5a4da78f12fa/Energy_Technology_Perspectives_2017-PDF.pdf >
- IFC. **Mobilizing Private Climate Finance – Green Bonds and Beyond.** Net, 2016.
- IFC. **Who Cares Wins — Connecting Financial Markets to a Changing World.** Net, 2004. Disponível em: <https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/Topics_Ext_Content/IFC_External_Corporate_Site/Sustainability-At-IFC/Publications/Publications_Report_WhoCaresWins__WCI__1319579355342>. Acesso em: 15 maio. 2022.
- IISD. **The Evolution of Private Sector Action in Sustainable Development.** Net, 2021.
- ING. **How companies and investors are rethinking sustainability strategy in the post-pandemic landscape.** Net, 2021.

- INVESTOPEDIA. **Callable (or Redeemable) Bond types, Example, Pros & Cons.** Net, 2022. Disponível em: < <https://www.investopedia.com/terms/c/callablebond.asp> >
- INVESTOPEDIA. **Greenwashing.** Net, 2022. Disponível em: < <https://www.investopedia.com/terms/g/greenwashing.asp> >
- IPCC. **AR6 Synthesis Report: Climate Change 2022.** Net, 2022. Disponível em < <https://www.ipcc.ch/report/sixth-assessment-report-cycle/>>
- ISEB3. **O que é o ISE B3.** B3, 2022. Disponível em < <http://iseb3.com.br/o-que-e-o-ise> >
- ISS ESG. **Second Party Opinion (SPO) Sustainability Quality if the Issuer and Sustainability-Linked Securities, Suzano AS.** Net, set. 2020. Disponível em: <<https://www.isscorporatesolutions.com/file/documents/spo/spo-suzano-20200901.pdf>> Acesso em: 08 julho. 2022.
- JAGD, J. **UM: Green Bonds – Standards needed to avoid greenwashing.** Net, 2016. Disponível em: < <https://esginsight.dk/2016/07/13/un-green-bonds-standards-need-firming-and-tuning/> > Acesso em: 18 junho. 2022.
- JGP. **JGP Crédito ESG: Uma introdução sobre o Fundo.** Net, set. 2021. Disponível em: < https://esg.jgp.com.br/wp-content/uploads/2021/10/JGP-Carta-ESG_Credito_set21.pdf > Acesso em: 16 julho. 2022.
- KAREFLOD, M.; LJUNQUIST, J. **The Impact of Sustainable Bonds.** KTH Royal Institute of Technology, 2018. Disponível em: < <http://www.diva-portal.se/smash/get/diva2:1264110/FULLTEXT01.pdf> >
- KÖLBEL, J. F.; LAMBILLON, A.-P. **Who Pays for Sustainability? An Analysis of Sustainability-Linked Bonds.** Rochester, NY: Social Science Research Network, 12 jan. 2022. Disponível em: <<https://papers.ssrn.com/abstract=4007629>>. Acesso em: 8 maio. 2022.
- KRÜGER, P. **Corporate goodness and shareholder wealth.** Journal of Financial Economics, v. 115, n. 2, p. 304–329, fev. 2015.
- LEFORT, C.; BARRET, J. **Ethical investment tide lifts “greennwash” concerns.** Net, abril. 2017. Reuters. Disponível em: < <https://www.reuters.com/article/us-investment-ethics-idUSKBN174016>.
- LEMME, C. F. **O papel do Setor Financeiro na Promoção de uma Economia Sustentável no Brasil.** BID, 2012
- LEON, R. **From the sustainable organization to sustainable knowledge-based organization.** Econ. Insights-Trends, 2013.

- LIBERADZKI, M.; JAWORSKI P.; LIBERADZKI, K. **Spread analysis of the sustainability-linked bonds tied to na issuers greenhouse gases emissions reduction target.** *Energies*, 14 (23), Net, 2021.
- LINS, C.; WAJNBERG, D. **Sustentabilidade corporativa no setor financeiro brasileiro;** Fundação Brasileira para o Desenvolvimento Sustentável, 2007.
- LIU, J. *et al.* **Systems integration for global sustainability.** *Science*, 347, 2015.
- LOPES, P. BRANDALISE, C. **O esquema de Saul Klein.** UOL, 2021. Disponível em: < <https://www.uol.com.br/universa/reportagens-especiais/caso-saul-klein-em-relatos-ineditos-9-das-32-mulheres-que-acusam-empresario-de-estupro-descrevem-rotina-de-abusos/#cover> > Acesso em: 27 julho. 2022.
- MALTAIS, A; NYKVIST, B. **Understanding the role of green bonds in advancing sustainability.** *Journal of Sustainable Finance & Investment.* Net, fev. 2020.
- MARQUES, M. I. M. **A territorialização da empresa Suzano no campo em São Paulo e no Maranhão.** Departamento de Geografia da Universidade de São Paulo, 2016.
- MONITOR DO MERCADO. **Dona das Casas Bahia dilui noticiário sobre abusos sexuais.** Net, 2021. Disponível em: < <https://monitordomercado.com.br/noticias/18096-via-varejo-tenta-se-distanciar-de-escand> > Acesso em: 22 julho. 2022.
- MOODY'S. **Sustainable bonds to hit record \$1.35 trillion in 2022.** Net, 2022. Acesso em: 07 maio. 2022.
- MORGAN STANLEY. **How Younger Investors Could Reshape the World.** Disponível em: <<https://www.morganstanley.com/access/why-millennial-investors-are-different>>. Acesso em: 14 maio. 2022.
- MOSHER, M.; SMITH, L. **Sustainability incorporated: integrating sustainability into business.** Net, dez. 2015. SustainAbility.
- MSCI. **Implied Temperature Rise Methodology.** MSCI ESG Research, set. 2021. Acessado em 14/07/2022. Disponível em: < <https://www.msci.com/documents/1296102/27422075/Implied-Temperature-Rise-Methodology-Summary.pdf> >

- NASCIMENTO, E. P. **Trajatória da sustentabilidade: do ambiental ao social, do social ao econômico.** Net, 2011.
- NATIXIS. **Sustainability-Linked Bonds – Investors Views.** Net, fev. 2021. Disponível em: < https://gsh.cib.natixis.com/api-website-feature/files/download/11818/SLB-Survey-Short-Results_2021-03-FinalVersion_LAST.pdf>. Acesso em: 20 maio. 2022.
- NINT. **Operações Brasileiras Sustentáveis de Crédito.** Net, acessado em 09/07/2022. Disponível em < https://docs.google.com/spreadsheets/u/1/d/e/2PACX-1vRDp7Z82Qovj9VuupGGQGSiBi66hQP-dRL5ucb6kZ80HyjtQtVjtf7Qekh99_DVs2FRG-8ADHE05ASP/pubhtml>
- OCDE. **ESG Investing and Climate Transition: Market Practices, Issues and Policy Considerations.** Net, 2021. Disponível em: < www.oecd.org/finance/ESG-investing-and-climate-transition-market-practices-issues-and-policy-considerations.pdf > Acesso em: 01 julho. 2022.
- OCDE. **Scaling up Green, Social, Sustainability and Sustainability-Linked Bond Issuances in Developing Countries.** Net, 2021. Disponível em: <[https://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=DCD\(2021\)20&docLanguage=En](https://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=DCD(2021)20&docLanguage=En) > Acesso em: 01 julho. 2022.
- ONU. **Our Common Future: Report of the World Commission on Environment and Development.** Oxford University Press, 1987.
- ONU. **Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development.** United Nations – Sustainable Development knowledge platform, 2015.
- ORESKES, N.; CONWAY, E. M. **Merchants of doubt: How a handful of scientists obscured the truth on issues from tobacco smoke to global warming.** Bloomsbury Press.
- ORLITZKY, M.; SCHMIDT, F. L., RYNES, S. L. **Corporate social and financial performance: A meta-analysis.** Organization Studies, 2003.
- PACTO GLOBAL. **A iniciativa.** Net, acessado em 14/07/2022. Disponível em < <https://www.pactoglobal.org.br/a-iniciativa> >
- PARK, S. **Green Bonds and Beyond: Debt Financing as a Sustainability Driver.** Rochester, NY: Social Science Research Network, 6 maio 2019.

Disponível em: <<https://papers.ssrn.com/abstract=3383561>>. Acesso em: 15 maio. 2022.

- PERSSON, L.; CARNEY, B. M.; COLLINS, C. D. *et al.* **Outside the Safe Operating Space of the Planetary Boundary for Novel Entities.** Environmental Science & Technology, 2022.
- PNUD. **Decade of Action.** Net, 2019. Disponível em: <https://www.undp.org/stories/decade-action?utm_source=EN&utm_medium=GSR&utm_content=US_UNDP_PaidSearch_Brand_English&utm_campaign=CENTRAL&c_src=CENTRAL&c_src2=GSR&gclid=Cj0KCQjwhY-aBhCUARIsAL-NIC07T7KPeTMWtgEAKB8aSQa1_a3n7y9uLPj4LUU-HjODrvZyPI6Nx1D0UaAnlrEALw_wcB>
- PORRIT, J. **Capitalism as if the world matters.** UK: Earthscan, 2007
- PORTER, M. E.; KRAMER, M. R. **Strategy & society.** Net, dez. 2006. Harvard Business Review. Disponível em: <<https://hbr.org/2006/12/strategy-and-society-the-link-between-competitive-advantage-and-corporate-social-responsibility>>
- PORTER, M. E.; KRAMER, M. R. **Creating shared value.** Net, jan. 2011. Harvard Business Review. Disponível em: <https://hbr.org/2011/01/the-big-idea-creating-shared-value>
- PRAHALAD, C. K.; NIDUMOLU, R.; RANGASWAMI, M. R. **Why sustainability is now the key driver of innovation.** Net, set. 2009. Harvard Business Review. Disponível em: <https://hbr.org/2009/09/why-sustainability-is-now-the-key-driver-of-innovation>
- PRI. **About the PRI.** Disponível em: <<https://www.unpri.org/about-us/about-the-pri>>. Acesso em: 14 maio. 2022.
- PUCKER, K. **The trillion dollar fantasy: linking ESG investing to planetary impact.** Net, set. 2021. Institutional Investor. Disponível em: <<https://www.institutionalinvestor.com/article/b1tkr826880fy2/The-Trillion-Dollar-Fantasy>> Acesso em: 09 abril. 2022.
- RAWORTH, K. **Economia Donut: uma alternativa ao crescimento a qualquer custo.** 1ª ed. Rio de Janeiro, Zahar, 2019

- RECLAIM FINANCE. **The TPI benchmark: misleading approach, dangerous conclusion.** Net, dez. 2021. Disponível em: < <https://reclaimfinance.org/site/en/2021/12/06/the-tpi-benchmark-misleading-approach-dangerous-conclusion/> >. Acesso em: 09 julho. 2022.
- REUTERS. **Enel ditches green bonds for controversial new format.** Net, out. 2019. Disponível em: < <https://www.reuters.com/article/enel-ditches-green-bonds-for-controversi-idUSL5N26O403> >. Acesso em: 15 maio. 2022.
- REUTERS. **Vanguard quits net zero climate effort, citing need for Independence.** Net, dez. 2022. Disponível em: < <https://www.reuters.com/business/sustainable-business/vanguard-quits-net-zero-climate-alliance-2022-12-07/> > Acesso em: 08 janeiro, 2023.
- RENOVA INVEST. **O que são as debêntures de infraestrutura?** Net, 2021. Disponível em: < <https://renovainvest.com.br/blog/o-que-sao-as-debentures-de-infraestrutura/> >
- ROCKSTRÖM, J., STEFFEN, W., NOONE, K. *et al.* **A safe operating space for humanity.** Nature 461, 2009.
- RICHARDSON, K.; STEFFEN, W.; LIVERMAN, D. **Climate Change. Global risks, challenges and decisions.** Cambridge University Press, 2011.
- SASB. **Materiality Finder.** 2022. Disponível em < <https://www.sasb.org/standards/materiality-finder/find/?lang=en-us> >. Acesso em: 25 junho. 2022.
- SASB. **Proposed changes to the SASB conceptual framework & rules of procedure.** 2020. Disponível em <https://www.sasb.org/wp-content/uploads/2021/07/PCP-package_vF.pdf>
- SCHEYVENS, R.; BANKS, G.; HUGHES, E. **The Private Sector and the SDGs: The need to move beyond “Business as Usual”.** Sustainable development, 2016.
- S&P GLOBAL. **Global Sustainable Bond Issuance To Surpass \$1.5 Trillion In 2022.** Net, fev. 2022. Disponível em: <<https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/220207-global-sustainable-bond->

[issuance-to-surpass-1-5-trillion-in-2022-12262243](#)>. Acesso em: 10 maio. 2022.

- SHISHLOV, I., MOREL, R., COCHRAN, I. **Beyond transparency: unlocking the full potential of green bonds**. Paris: I4CE. Net. Jun, 2016
- SÖRLIN, S.; WARDE, P. **Nature's end: history and the Environment**. Londres: Palgrave Macmillan, 2009. p. 1-19.
- STEFFEN, W.; CRUTZEN, J.; MCNEILL, R.; **The Anthropocene: Are humans now overwhelming the great forces of Nature?** *Ambio*, 2007.
- STEFFEN, W. *et al.* **Global Change and the Earth System: A Planet Under Pressure**. The IGBP Book Series, 2004.
- STEFFEN, W.; ROCKSTRÖM, J.; RICHARDSON, K. *et al.* **Planetary Boundaries: Guiding human development on a changing planet**. *Science* 347, 2015.
- STOIAN, A.; IORGULESCU, F. **Sustainable Capital Market**. [s.l.] Palgrave Macmillan, 2019. Disponível em: <https://econpapers.repec.org/bookchap/palpsifcp/978-3-030-16522-2_5f8.htm>. Acesso em: 14 maio. 2022
- SUZANO. **Relatório Anual 2020**. Net, 2021. Disponível em: <<https://r2020.suzano.com.br/sobre-o-relatorio/>>
- SUZANO. **Relatório Anual 2021**. Net, 2022. Disponível em: <https://www.suzano.com.br/r2021/src/pdf/RA_Suzano_2021.pdf>
- SUZANO. **Sustainability-Linked Securities Framework**. Net, agosto. 2020. Disponível em: <[tps://s1.q4cdn.com/987436133/files/doc_downloads/2020/09/Sustainability-Linked-Securities-Framework.pdf](https://s1.q4cdn.com/987436133/files/doc_downloads/2020/09/Sustainability-Linked-Securities-Framework.pdf)>
- TAVARES, A. et al. **Eucalyptus plantations as hybrid ecosystems: Implications for species conservation in the Brazilian Atlantic forest**. *Forest Ecology and Management*, out. 2018.
- TCFD. **Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures**. Net, 2017. Disponível em <<https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2020/10/FINAL-2017-TCFD-Report-11052018.pdf>>. Acesso em: 16 abril. 2022.

- TEIXEIRA JR. S. **O ESG será a nova vítima da polarização política?** Net, 2022. Disponível em < <https://www.capitalreset.com/esg-sera-a-nova-vitima-da-polarizacao-politica/> > . Acesso em: 20 dezembro. 2022
- THE CAMBRIDGE INSTITUTE FOR SUSTAINABILITY LEADERSHIP. **Walking the talk: understanding consumer demand for sustainable investing.** Cambridge, 2019.
- THOMPSON, A. B. **Do good: Embracing brand citizenship to fuel both purpose and profit.** American Management Association, 2018.
- TNFD. **Taskforce on Nature-related Financial Disclosures.** Net, 2022. Disponível em < <https://tnfd.global/> >
- UNEP FINANCE INITIATIVE. **Integrated Governance. A new model of governance for sustainability.** UNEPFI, 2014, p. 35-37.
- VENDRAMINI, A.; BELINKY, A. **A nova fonte de valor econômico.** GV-EXECUTIVO, v. 16, n. 5, p. 27–31, 22 nov. 2017.
- VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração.** 16ª ed. São Paulo: Atlas, 2019. p. 42.
- VIA. **Relatório Anual 2021.** Net, 2022. Disponível em: < <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/ce9bff9f-fb19-49b9-9588-c4c6b7052c9c/e8cd5c2f-7927-1830-70ec-8bcbf7cc1fe3?origin=1> >
- VIRI, N. **Debênture ESG da Via fecha raspando e conta com empurrãozinho de bancos.** Net, mai. 2021. Capital Reset. Disponível em: < <https://www.capitalreset.com/debenture-esg-da-via-fecha-raspando-e-conta-com-empurraozinho-de-bancos/> > . Acesso em: 20 junho. 2022.
- VULTURIUS, G., MALTAIS, A., FORSBACKA, K. **Sustainability-linked bonds – their potential to promote issuers transition to net-zero emissions and future research directions.** Journal of Sustainable Finance & Investment. Net. Fev, 2022, p.1-12.
- YONZAN, N., LAKNER, C., MAHLER, D. **Poverty, median incomes, and inequality in 2021: a diverging recovery.** World Bank, Net. Sep, 2021
- WORLD BANK. **Understanding the Cost of Achieving the Sustainable Development Goals.** Policy Research Working Paper 9146. Fev, 2020
- WORLD ECONOMIC FORUM. **New Nature Economy Report II: The Future Of Nature And Business.** WEF. Jul, 2020. Disponível em: <<https://www.weforum.org/reports/new-nature-economy-report-ii-the-future-of-nature-and-business/>>. Acesso em: 15 maio. 2022.

- WORLD ECONOMIC FORUM. **The Global Risks Report 2022, 17th Edition**. WEF. Jan, 2022. Disponível em: < <https://www.weforum.org/reports/global-risks-report-2022/>>
- WORLDOMETER. **População mundial**. Net. Nov, 2022. Disponível em: < <https://www.worldometers.info/br/> >. Acesso em: 04 novembro. 2022.
- ZADEK, S. **The path to corporate responsibility**. Net, dez. 2004. Harvard Business Review. Disponível em: < <https://hbr.org/2004/12/the-path-to-corporate-responsibility>>