

FINANÇAS SUSTENTÁVEIS ●

# Operações baseadas em desempenho ESG

Um olhar sobre  
os indicadores das  
empresas brasileiras

**report** :

PARCERIA:





# sumário

- apresentação
- **1. introdução**
- **2. cenário das operações brasileiras**
- **3. mercado nacional *versus* mercado internacional**
- **4. perfil dos indicadores usados nas operações vinculadas a metas ESG**
- **5. provedores de SPOs e a credibilidade do mercado**
- **6. conclusão**
- **7. referências**
- créditos

# operações baseadas em desempenho ESG

um olhar sobre os  
indicadores das  
empresas brasileiras

## Resumo

Este estudo aborda as operações de dívida ESG (ambiental, social e governança, na sigla em inglês) vinculadas a metas realizadas por empresas brasileiras. O foco é propiciar maior entendimento sobre as características das metas e KPIs (indicadores-chave de desempenho, na sigla em inglês) que vêm sendo vinculados às operações, de modo a elucidar se as características dessas operações estão endereçando as questões socioambientais mais relevantes para o contexto brasileiro. Primeiro, discorreremos sobre as diferentes formas e contextos em que as emissões podem ocorrer. Em seguida, analisamos os KPIs das operações, buscando entender quais são as temáticas e dimensões mais comumente vinculadas, e o que isso diz dos padrões das estratégias de sustentabilidade das empresas brasileiras. Por fim, mencionamos as características que o provedor de *second-party opinion (SPO)* busca avaliar nas metas vinculadas a esse tipo de operação, enfatizando a importância dessa etapa para a construção da credibilidade desse mercado.

# a contribuição do Grupo Report para o ecossistema das finanças sustentáveis

Vivemos um momento único para que as agendas corporativas redefinam o conceito de geração de valor. Há um imperativo ético sobre a forma de se fazer negócios, com espaço cada vez menor para promessas e compromissos vazios.

Em outra camada, os reguladores financeiros e securitários vêm tornando mandatórias algumas ações que há anos são discutidas como boas práticas no setor financeiro – a exemplo de resoluções do Banco Central, Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e Superintendência de Seguros Privados (Susep).

Portanto, percebemos a consolidação do mercado de dívida ESG no Brasil, com crescente interesse dos investidores e demais *stakeholders* sobre a atuação das organizações frente a questões socioambientais.

É cada vez mais patente que a geração de valor de uma organização deva alcançar todos os seus *stakeholders* e contemplar as perspectivas social e ambiental. Portanto, mecanismos financeiros rotulados como “ESG” aportam um componente tradicionalmente “não transacional” às operações, premiando ambições socioambientais sólidas, coerentes com a estratégia e o modelo de negócio dos emissores.

Embora o prêmio financeiro ainda não seja o principal atrativo considerado, o amadurecimento dessas operações vem conferindo benefícios a quem as acessa, seja no reforço do posicionamento em sustentabilidade, seja na atração de investidores mais engajados e preocupados com o impacto. Dito isso, as finanças sustentáveis oferecem um caminho promissor na jornada de sustentabilidade das empresas.

A estratégia – quando bem construída – se torna um ativo para o acesso a capital. Garantir finan-

ciamento adequado a projetos e ambições socioambientais consistentes é um passo fundamental para converter discurso em prática.

O mercado de dívida passa, portanto, a exigir das empresas maior rigor técnico e procedimentos suficientemente transparentes acerca da escolha de metas ESG, como a análise de materialidade, a capacidade de mensurar e reportar sua *performance*.

Após 20 anos ajudando empresas a levarem a sustentabilidade ao coração dos negócios, adquirimos as habilidades para apoiar empresas e instituições financeiras que buscam acesso a capital aderente às suas estratégias ESG e precisam lidar com cenários de riscos e regulações emergentes.

Para contribuir para a disseminação do tema, apresentamos esta publicação como parte de uma série em três estudos:

**1) as temáticas dos indicadores utilizados nas metas das empresas brasileiras**

**2) as motivações e desafios dos emissores de títulos baseados em desempenho ESG, e**

**3) as expectativas e demandas dos compradores/investidores.**

Boa leitura!

**Victor Netto**  
Sócio e diretor executivo Grupo Report

# 1. introdução

## Por meio de instrumentos financeiros rotulados é possível captar recursos para avançar em aspectos socioambientais e reforçar compromissos ESG.

Esforços no campo das finanças têm buscado criar instrumentos financeiros que alinhem incentivos econômicos a resultados positivos para a natureza e sociedade, de modo a viabilizar a transição dos sistemas socioeconômicos. Alguns dos instrumentos financeiros que vêm ganhando cada vez mais relevância no mercado são os de dívida com atributos de sustentabilidade.

Esse tipo de operação tem atraído a atenção de empresas, visto que, por meio delas, é possível captar recursos para avançar em aspectos socioambientais e demonstrar aos *stakeholders* compromisso real com a agenda de sustentabilidade, entre outros benefícios.

Os instrumentos de dívida que podem ser rotulados como sustentáveis podem apresentar dois formatos. Além das operações baseadas em **uso de recursos**, nas quais o volume captado deve ser utilizado para projetos específicos, há também as operações baseadas em **desempenho ESG**, onde o uso dos recursos é livre, mas o emissor se compromete com o atingimento de metas preestabelecidas.

Cabe perceber que a emergência dos instrumentos de dívida “sustentáveis” é recente, encontrando-se ainda em fase de ganho de maturidade. A primeira operação baseada em uso de recursos foi um *Green Bond* emitido em 2007 pelo Banco Europeu de Investimento. Já a primeira baseada em desempenho ESG foi um *Sustainability-linked bond* emitido em 2019 pela empresa Enel. Pucker (2021), em seu artigo “The Trillion Dollar Fantasy”, discorre de maneira didática sobre a evolução da agenda ESG em **cinco atos**:



## 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 impactos 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 à melhor *performance* financeira e, na maior parte das vezes, não leva em consideração o impacto planetário.

## ATO V

Ocorre 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. Torna-se claro que o exagero da proposta de ganhar-ganha, como colocada no artigo “*The Investor Revolution*” (Eccles & Klimenko, 2019), pode estar servindo como distração para o trabalho necessário rumo à transição dos sistemas socioeconômicos.

Por conta desse atual cenário, é comum a existência de 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/loans* – por vezes referidos *GSS bonds/loans*), 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, o escrutínio se volta para a falta de materialidade e ambição das metas para o contexto da companhia financiada.

O objetivo sempre acaba sendo evitar o risco de *greenwashing*, termo utilizado para caracterizar quando a sustentabilidade fica somente na comunicação e os impactos positivos são dúbios. Portanto, torna-se fundamental a existência de critérios, diretrizes e taxonomias que levem em consideração o conhecimento científico e os im-

pactos 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.

As características financeiras e/ou estruturais das operações baseadas em desempenho ESG 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-chave de desempenho (KPIs, do inglês Key Performance Indicators) predefinidos e podendo ser 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.

O propósito é a melhora do perfil de sustentabilidade por meio do vínculo entre os termos financeiros da operação e o atingimento das SPTs predeterminadas. Os Sustainability-Linked Bond Principles (também chamados de SLBPs) (ICMA, 2020) e os Sustainability-Linked Loan Principles (também chamados de SLLPs) (LSTA, 2023), definem cinco componentes cujos emissores devem estar aderentes ao estruturar sua operação. Em resumo, esses componentes preconizam:

- 1 **Seleção de indicadores (KPIs)**, que devem ser: relevantes, materiais e estratégicos; mensuráveis ou quantificáveis; verificáveis por partes externas; e comparáveis.
- 2 **Calibragem das metas – Sustainability Performance Targets (SPT)**, que devem ser: ambiciosas; relacionadas à estratégia ESG da emissora; públicas e transparentes; verificadas por instituição independente.
- 3 **Características do título/empréstimo**, que devem variar de forma comensurável e significativa em relação às características iniciais (i.e., juros).
- 4 **Relato**: no qual a *performance* nos KPIs selecionados deve ser reportada de forma regular, acessível e transparente.
- 5 **Verificação**: a *performance* nos KPIs em relação às SPTs deve ser verificada ao menos anualmente por partes externas, e disponibilizada de forma pública.

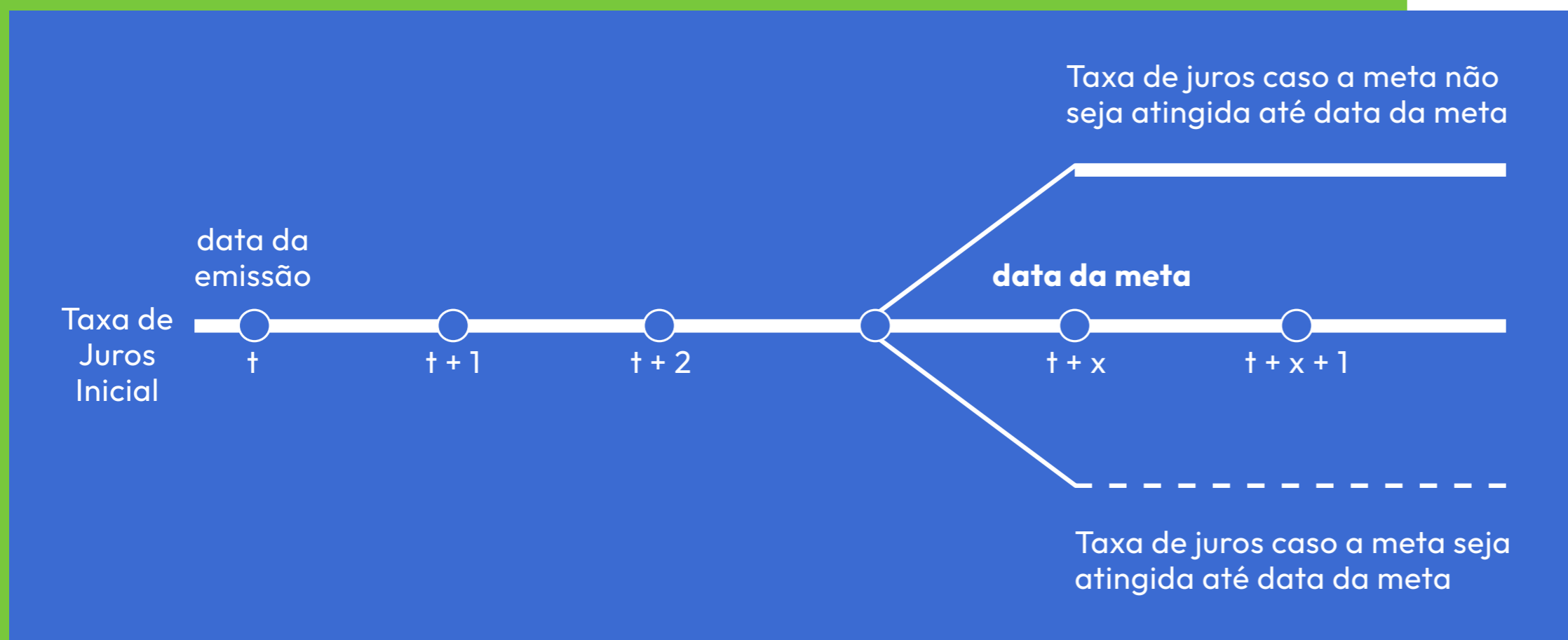
O emissor deve ser capaz de comprovar ao mercado a aderência aos cinco componentes dos SLBP/SLLP. Portanto, torna-se boa prática nas operações a contratação de uma Opinião de Segunda Parte (SPO, do inglês Second Party Opinion). Os KPIs de sustentabilidade são incluídos na documentação de estruturação da operação, testados de forma regular e usados para determinação da taxa de juros (*coupon*) ao longo da vida da operação.

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. A operação em alguns casos pode estar vinculada a diversos SPTs, podendo então estar sujeita a diversos *step-ups* na taxa de juros (i.e., 5 pontos-base por SPT).

O típico *step-up* dos juros é 25 pontos-base, mas pode ser maior ou menor, dependendo das características da operação. Em alguns casos, a taxa de juros pode decrescer em 25 pontos-base no caso do cumprimento da SPT.

\* O *greenwashing* ocorre quando uma empresa promove e divulga iniciativas favoráveis ao meio ambiente, mas opera de uma maneira oposta ou muito aquém do 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).

## Mecanismo típico de um instrumento baseado em desempenho ESG (*Sustainability-Linked Bond/Loan*)



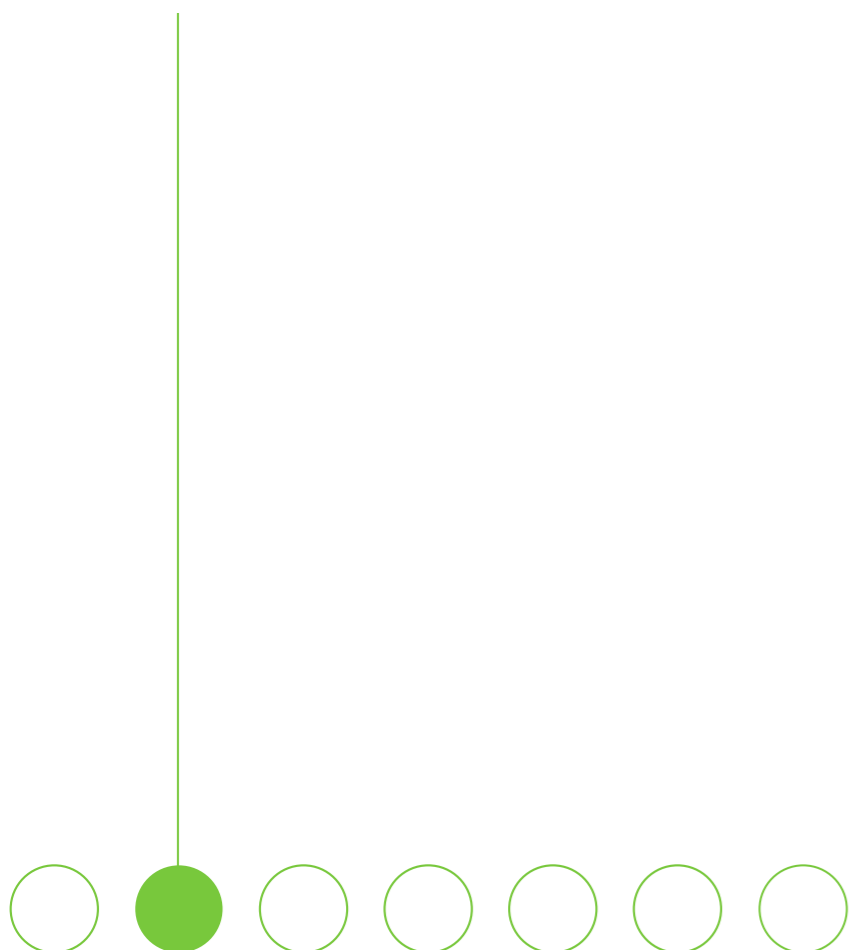
O propósito é a melhora do perfil de sustentabilidade, vinculando os termos da operação ao atingimento das SPTs.

Pode-se dizer que operações nesse formato se relacionam de forma mais explícita com a estratégia de sustentabilidade da empresa emissora. Os SLBPs/SLLPs demandam que a empresa informe de forma clara aos investidores a materialidade dos KPIs, a consistência das SPTs selecionadas face à sua estratégia de negócios e de sustentabilidade e os mecanismos de governança e investimentos que vão apoiar o seu atingimento. Logo, ao se submeterem a esse formato de operação, as empresas colocam sob escrutínio a coerência de suas estratégias de sustentabilidade, principalmente quando são operações destinadas a investidores no mercado de capitais.

O step-up do coupon é a forma mais usual de se estruturar a operação.  
 Fonte: adaptado de (KÖLBEL & LAMBILLON, 2022)



# 2. cenário das operações brasileiras



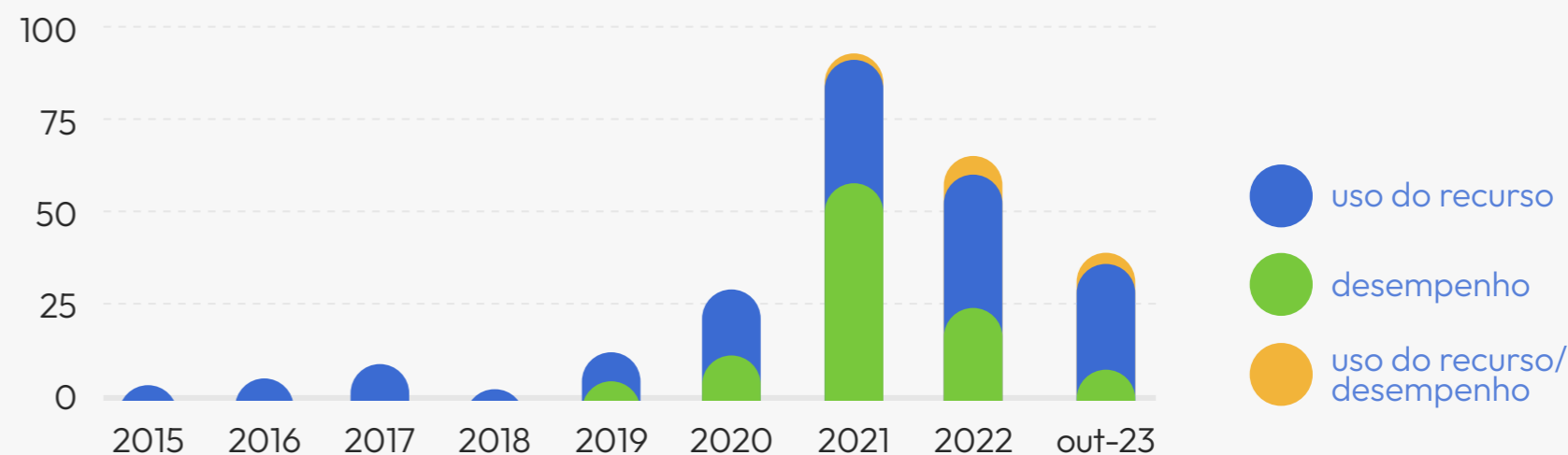
Ao longo dos últimos anos, o mercado de dívida ESG brasileiro vem se consolidando. Atualmente, representa algo entre 15% e 30% do mercado total de dívida nacional, enquanto na América Latina é de 30% e no mundo fica entre 5% e 6%. O mercado apresentou seu ápice em 2021, quando contou com R\$ 91,8 bilhões mobilizados, segundo levantamento da consultoria NINT. Esse crescimento foi expressivo diante dos R\$ 29,3 bilhões mobilizados em 2020.

Entretanto, em 2022, provavelmente devido ao ano eleitoral e ao contexto de alta taxa de juros,

houve uma redução do apetite tanto das empresas quanto dos investidores. Isso fez com que o montante mobilizado recuasse para R\$ 63,5 bilhões, cenário que também afetou as emissões convencionais.

Já em 2023, até outubro, o volume mobilizado foi de R\$ 35,7 bilhões. Porém, os bancos projetam que, com o início do ciclo da queda de juros, haja uma forte demanda represada vindo nos próximos meses, o que pode recolocar o mercado em uma trajetória de crescimento, caso o volume supere o montante de 2022.

## DÍVIDA ESG BRASIL POR TIPO DE OPERAÇÃO



Representatividade de cada categoria de dívida rotulada de empresas brasileiras desde 2015, por volume mobilizado. Fonte: adaptado de Base de Dados Dívida ESG Brasil (NINT, 2023).

Quando se observa os tipos de instrumento utilizados, os anos de 2022 e 2023 apresentaram uma retomada da preponderância de operações baseadas em uso de recursos, em face às baseadas em desempenho, que foram as que mobilizaram maior volume em 2021. Essa tendência pode ser explicada pelo maior nível de atenção e cautela em relação a operações baseadas em desempenho, nas quais vem se debatendo bastante os riscos de *greenwashing*.

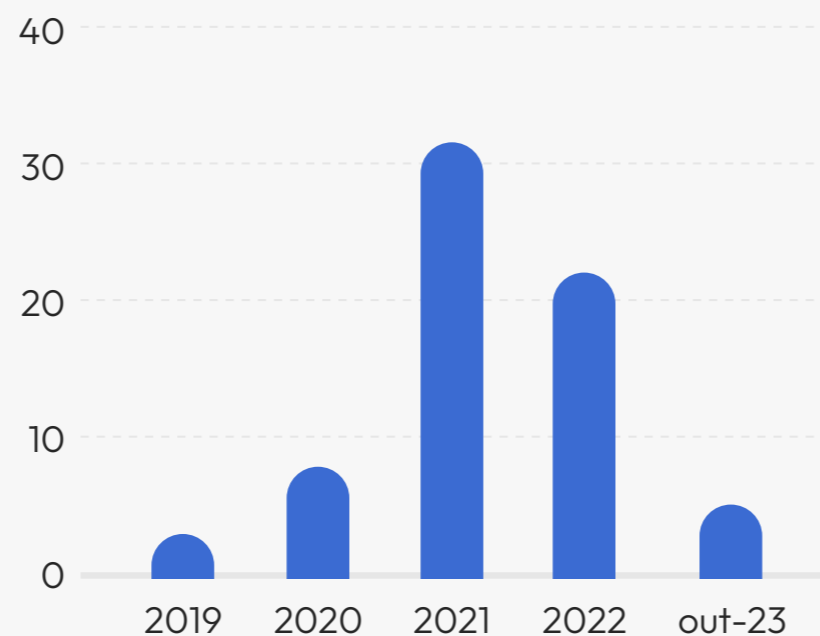
As empresas emissoras têm sido cada vez mais questionadas sobre a materialidade de seus KPIs e ambição de suas metas, assim como se os mecanismos de incentivo (redução de juros no caso do cumprimento das metas) ou penalidade (aumento dos juros no caso do não cumprimento das metas) realmente fazem diferença para a estrutura financeira da operação. Por outro lado, pelo fato de o mercado de operações baseadas em uso de recursos ser mais maduro, os investidores já estão mais familiarizados com a escrutinação desses produtos. A proliferação de taxonomias regionais também confere maior segurança para essas operações.

No presente estudo, a Report se debruçou sobre as operações baseadas em desempenho ESG, levando em conta tanto os títulos vendidos a investidores no mercado de capitais quanto empréstimos feitos de maneira direta por instituições financeiras para as empresas e que foram divulgados na mídia. Para realizar esse levantamento, fizemos uso da base de dados da consultoria NINT, 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 70 operações vinculadas a desempenho ESG. Desse montante, 37 foram destinadas ao mercado de capitais, das quais 16 são *Bonds*, 14 são Debêntures, duas são Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA), duas são *Senior Notes* e uma é debênture de infraestrutura, Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI) e Cédula de Produto Rural (CPR). As demais 33 operações foram empréstimos feitos de maneira direta por instituições financeiras.

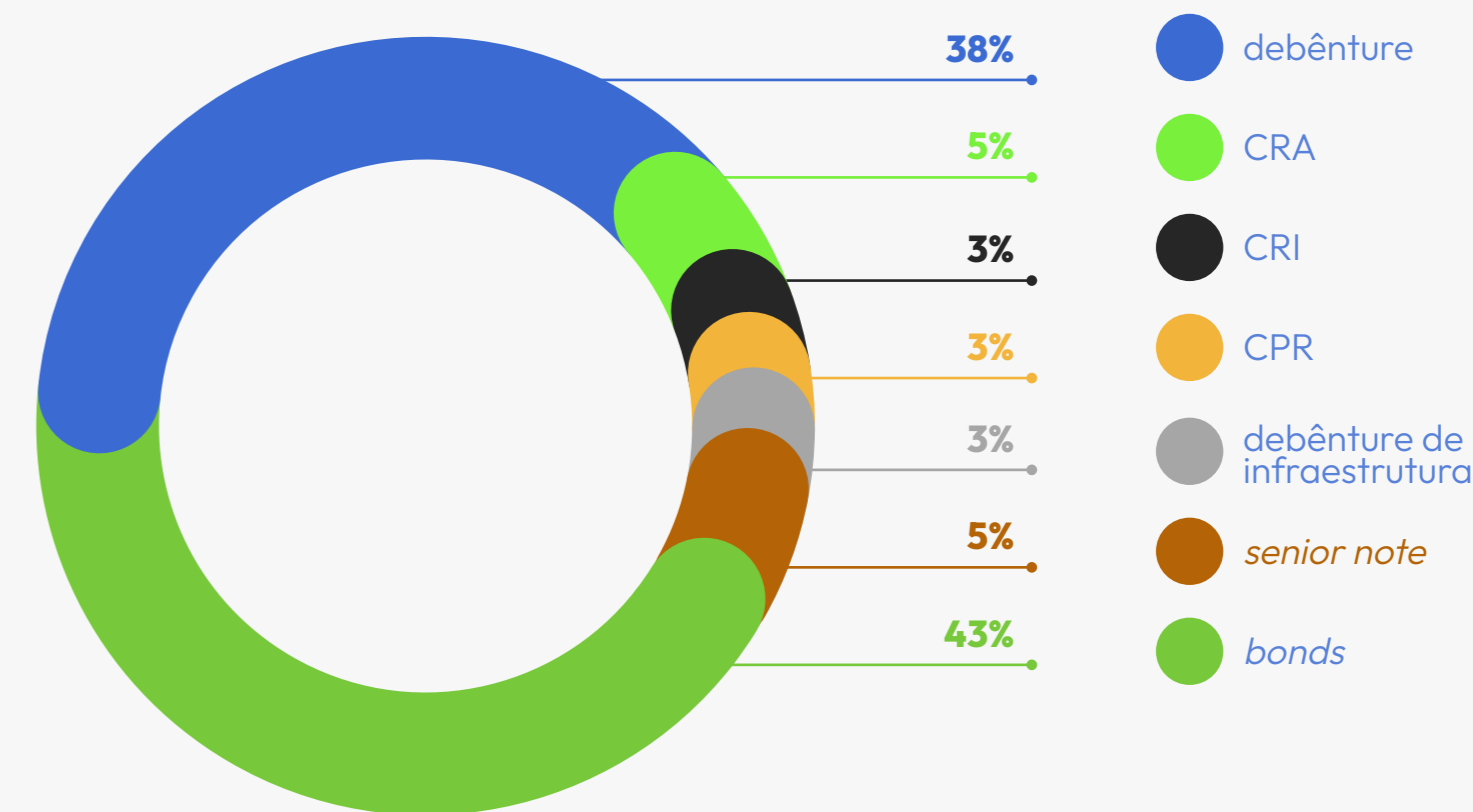
Entre as empresas emissoras de títulos destinados ao mercado de capitais, a maioria é de grande porte. Das 25 emissoras, 19 são de capital aberto e seis são de capital fechado. Já entre as empresas que realizaram empréstimos, a diversidade dos portes é maior, sendo apenas nove de capital aberto, enquanto 19 são de capital fechado.

### NÚMERO DE OPERAÇÕES VINCULADAS A METAS ESG



*Evolução de operações vinculadas a metas ESG, por número de operações* Fonte: adaptado de Base de Dados Dívida ESG Brasil (NINT, 2023).

### INSTRUMENTOS EM EMISSÕES DESTINADAS AO MERCADO DE CAPITALIS



*Representatividade dos instrumentos utilizados em operações baseadas em desempenho ESG destinadas ao mercado de capitais.* Fonte: adaptado de Base de Dados Dívida ESG Brasil (NINT, 2023).

## Empresas brasileiras emissoras de *Sustainability-Linked Bonds*

- Aegea Saneamento
- Allonda
- B3
- Bemol
- Dori Alimentos
- Elea Digital
- Eurofarma
- Fleury
- Grupo Boticário
- Grupo Energisa
- Iochpe-Maxion
- JBS
- Klabin
- Movida
- Natura
- Raízen
- Rumo
- Simpar
- SulAmérica
- Suzano
- Tim
- TV Globo
- Via Varejo
- Vivo
- Votorantim Cimentos

*Lista das empresas brasileiras que emitiram títulos de dívida vinculados a metas de sustentabilidade. Fonte: base de dados NINT (2023).*

## Empresas brasileiras que realizaram *Sustainability-Linked Loans*

- Alunorte
- Be8
- BSBios
- CBA
- Citrosuco
- Coopercitrus
- Frimesa
- FS Bioenergia
- Gazin
- Grupo Scheffer
- Guararapes
- Klabin
- LAR Cooperativa
- LDC Sucos
- Makro
- Marfrig
- Neoenergia
- Nutrien
- Olfar
- Petrobras
- SLC Agrícola
- Suzano
- Tembici
- Tereos
- Usina Coruripe
- Usina Vertente
- Volkswagen do Brasil
- Votorantim Cimentos

*Lista das empresas brasileiras que tiveram seus empréstimos vinculados a metas de sustentabilidade divulgados. Fonte: base de dados NINT (2023).*



# 3. mercado nacional versus mercado internacional

Para os títulos destinados ao mercado de capitais, um fator de grande relevância é o mercado a que se destinam, nacional ou internacional. Esse último normalmente é acessado apenas pelas empresas de maior porte, o que acaba limitando o estoque de operações potenciais. De todas as 37 operações no mercado de capitais, 18 foram para o bolso de investidores estrangeiros, enquanto 19 foram emissões nacionais.

Um fator de grande importância nessas emissões, que costuma estar correlacionado ao mercado de destino, é o volume da demanda dos investidores pelos títulos. Quanto maior for a demanda, mais chance de ocorrer o “greenium”, ou prêmio verde.

O mercado internacional costuma apresentar maior demanda, visto que é muito mais comum ter gestoras de recursos utilizando filtros ESG, levando a proliferação de “bolsos dedicados”. Portanto, é comum em operações desse tipo, que se destinam ao mercado internacional, haver uma demanda que supera em vários múltiplos a oferta. Essa dinâmica potencialmente acarreta benefícios de precificação, algo que ainda é de difícil mensuração e carece de consenso na literatura.

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. 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).

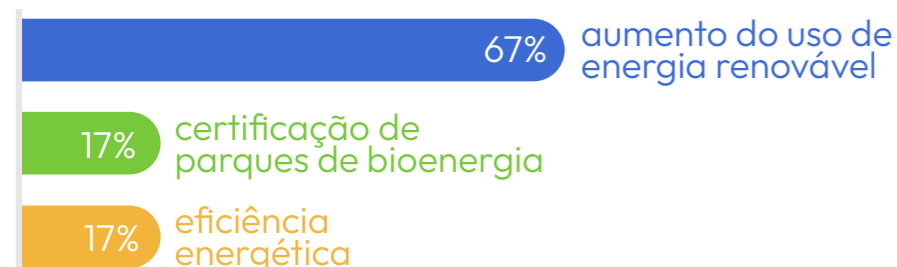
Quanto aos indicadores utilizados nessas emissões de títulos, nota-se uma diferença entre o perfil dos que foram utilizados em emissões nacionais e os que foram utilizados em emissões internacionais. Nas emissões nacionais, há uma diversidade muito mais acentuada, com indicadores cobrindo uma ampla gama de temáticas, mais precisamente 11. As mais preponderantes são energia e resíduos. Nas emissões internacionais foram cobertas apenas seis temáticas, com destaque para mudanças climáticas e diversidade, que juntas representaram 73% dos indicadores utilizados, sendo 45% relacionados às mudanças climáticas.

**Existem diferenças no perfil dos indicadores utilizados nas emissões destinadas ao mercado. Aquelas destinadas ao mercado internacional se valem de temáticas de maior alcance global, como Mudanças Climáticas e Diversidade de gênero.**

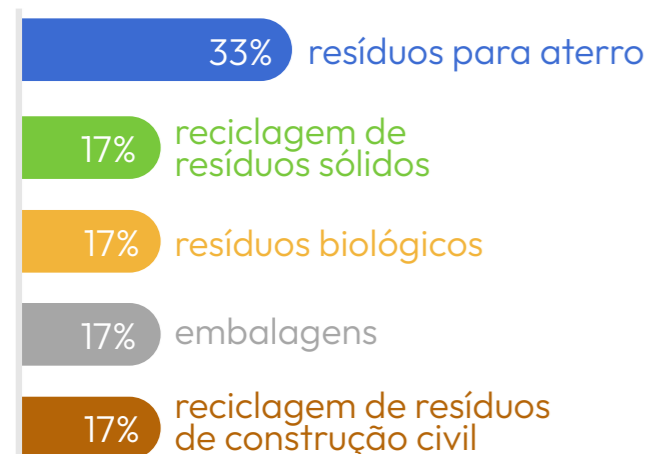


## Indicadores utilizados na emissão de títulos no mercado brasileiro

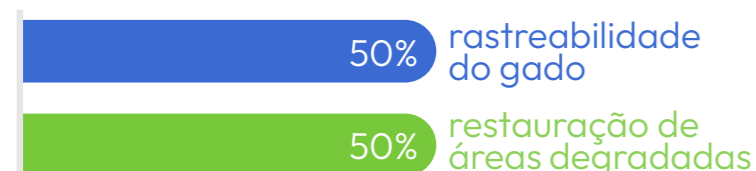
### ENERGIA 19%



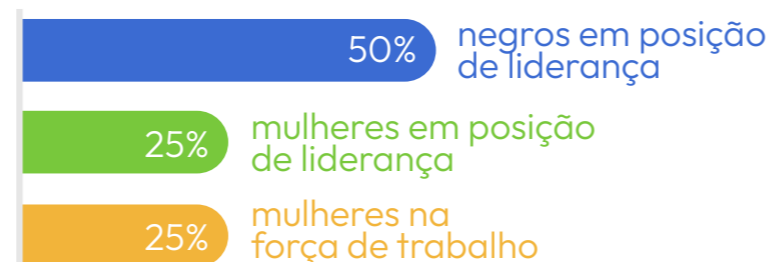
### RESÍDUOS 19%



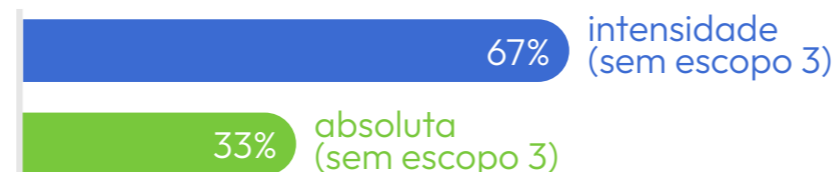
### BIODIVERSIDADE E USO DA TERRA 6%



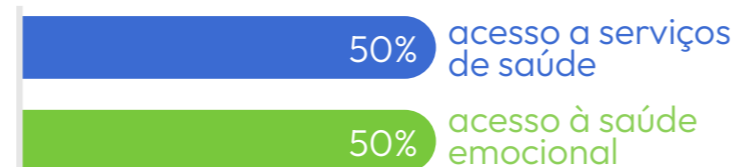
### DIVERSIDADE 13%



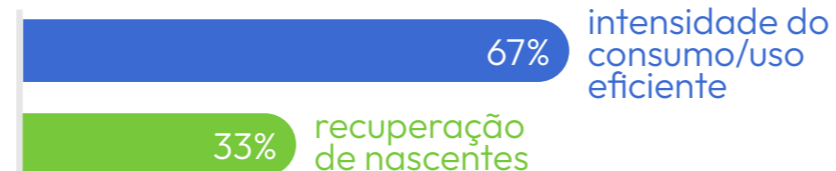
### MUDANÇAS CLIMÁTICAS 10%



### ACESSO À SAÚDE 6%



### ÁGUA 10%



### PARA APOIAR A LEITURA

Os gráficos a seguir tratam dos temas escolhidos nas metas das emissões brasileiras. As categorias em cada gráfico sinalizam o percentual de vezes em que apareceram nas metas das empresas. Abaixo delas estão os temas dos indicadores mais escolhidos pelas empresas em cada categoria. Os gráficos trazem os percentuais dos temas de indicado-

res mais comuns, podendo não totalizar 100% em todas as análises.

Exemplo:

- **Categoria:** Energia;
- **Indicadores:** aumento no uso de energia renovável; certificação de parques de bioenergia; e eficiência energética

### AMBIENTE DE TRABALHO 6%



### ACESSO À INTERNET 3%



### ACESSO À ENERGIA 3%



### DESEMPENHO EM RATING/CERTIFICAÇÃO 3%

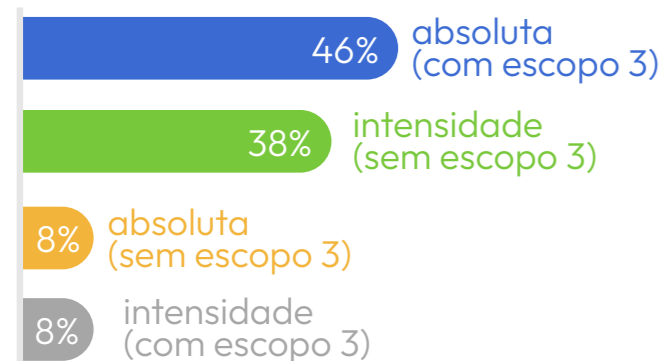


Representatividade dos indicadores utilizados em emissões de títulos de dívida baseadas em desempenho ESG que se destinaram ao mercado de capitais brasileiro.

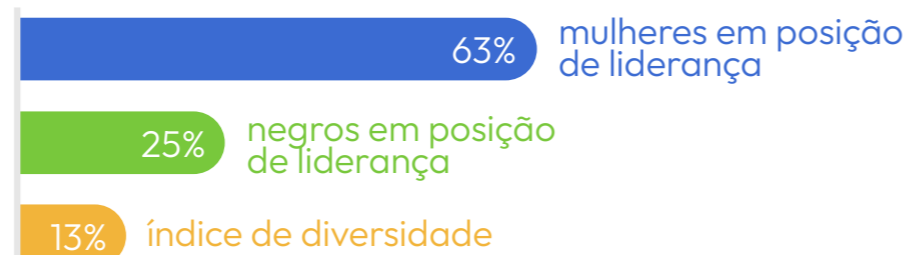
Fonte: base de dados NINT (2023).

## Indicadores utilizados na emissão de títulos no mercado internacional

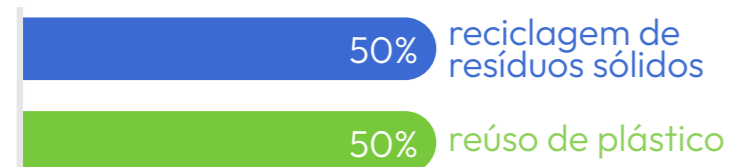
### MUDANÇAS CLIMÁTICAS 45%



### DIVERSIDADE 28%



### RESÍDUOS 7%



### BIODIVERSIDADE E USO DA TERRA 3%



### ENERGIA 7%



### ÁGUA 19%

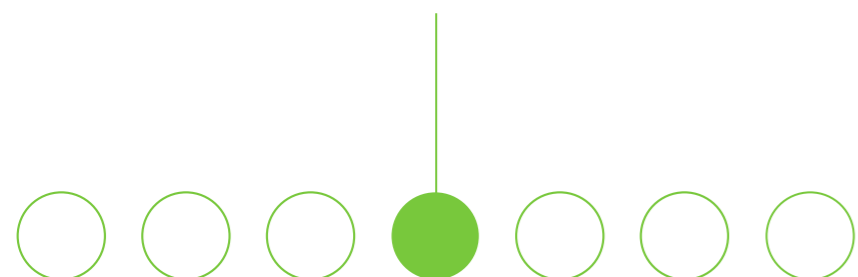


Percebe-se que, nas operações destinadas ao mercado internacional, há uma prevalência de temáticas de maior alcance global, como “Mudanças climáticas” (45%) e “Diversidade” (28%). As empresas convivem com o desafio de incorporar um bom nível de maturidade às suas ambições. Por exemplo, mais da metade das metas climáticas incluem o escopo 3, contra nenhuma no mercado nacional. Por outro lado, nas emissões nacionais, aparecem temas mais específicos que dialogam com a realidade local, como “acesso à saúde/internet/energia”.

Representatividade dos indicadores utilizados em emissões de títulos de dívida baseadas em desempenho ESG que se destinaram ao mercado de capitais internacional.

Fonte: base de dados NINT (2023).

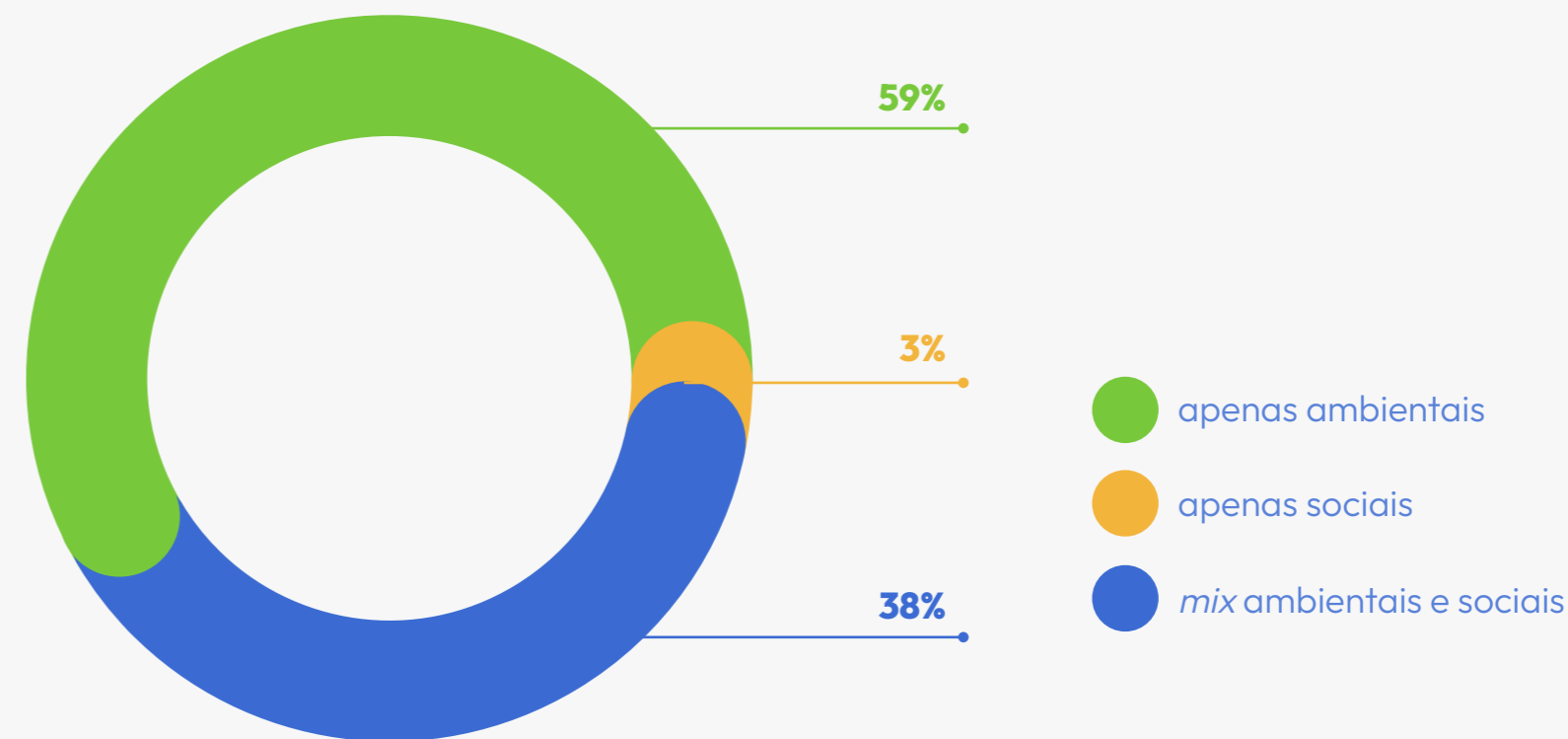
# 4. perfil dos indicadores usados nas operações vinculadas a metas ESG



A escolha dos indicadores é um fator central para as operações vinculadas a metas ESG. Segundo os Sustainability-Linked Bond Principles (ICMA, 2020) e os Sustainability-Linked Loan Principles (LSTA, 2023), eles devem ser relevantes, materiais, alinhados com a estratégia de sustentabilidade da empresa emissora, mensuráveis, verificáveis e comparáveis.

Nas 63 operações brasileiras com dados disponíveis sobre as características dos indicadores, observou-se perfis distintos. Algumas foram vinculadas somente a indicadores ambientais, outras a sociais e houve as que tiveram tanto ambientais como sociais. Do total 59% foram vinculadas somente a indicadores ambientais, 38% combinaram indicadores ambientais e sociais e 3% utilizaram somente indicadores sociais.

OPERAÇÕES POR CARACTERÍSTICAS DOS KPIS

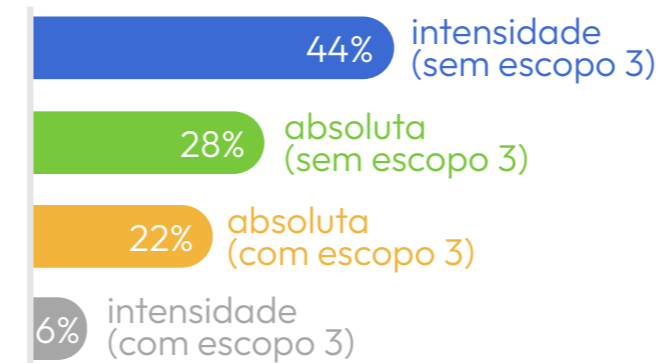


Representatividade das operações vinculadas a metas ESG por dimensão dos KPIs utilizados. Fonte: autoria própria.



## Perfil dos indicadores relacionados às mudanças climáticas

### EMISSÕES DE GEE 40%



*Perfil dos indicadores relacionados às mudanças climáticas utilizados nas operações vinculadas a metas ESG por empresas brasileiras.*

Entre as 81 vezes que indicadores ambientais foram selecionados pelas empresas ao longo das 63 operações, 32 foram referentes às emissões de GEE, ou 40,6%, evidenciando que questões relacionadas às mudanças climáticas estão recebendo grande atenção por parte do mercado financeiro e das empresas. Essa preponderância pode ser sintomática de um fenômeno denominado “carbonomiopia”, uma tendência do mercado, tanto das empresas como dos demais atores envolvidos nas operações, em priorizar indicadores/metast relacionadas às emissões, mesmo que o tema careça de materialidade para o setor.

O predomínio de metas que não contemplam escopo 3 (emissões indiretas que ocorrem ao longo da cadeia de valor da organização) corrobora o diagnóstico da necessidade de um olhar criterioso para essas escolhas. No escopo 3 se encontra o grosso das emissões para a maioria das companhias. Ele é equivalente a 11,4 vezes o escopo 1 (emissões diretas), na média, segundo dados do CDP (2023).

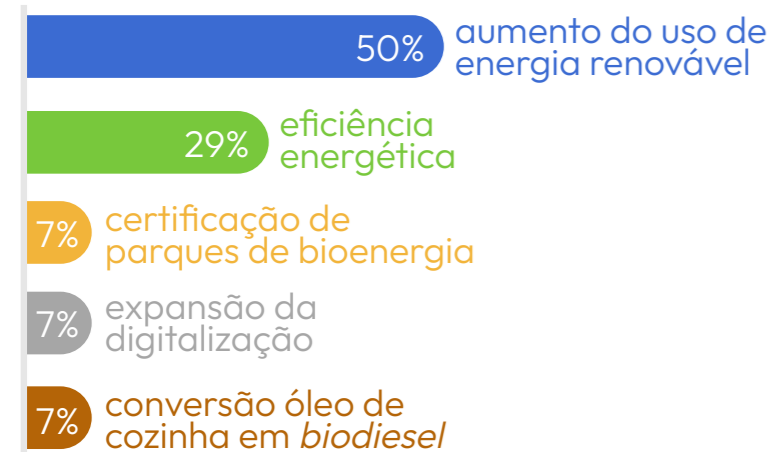
Isso fica evidente ao observar que, entre as 32 vezes que foram utilizados indicadores relacionados às mudanças climáticas, 72% cobriram somente emissões dos escopos 1 e 2 de suas operações, enquanto 28% incluíram o escopo 3.

As demais temáticas ambientais que foram representadas por indicadores foram: energia, que teve indicadores relacionados utilizados 14 vezes; resíduos, usados 12 vezes; água, 11 vezes; resíduos, 12; biodiversidade e uso da terra, dez; e eficiência produtiva, com indicadores usados duas vezes. Nos gráficos, pode-se observar as diferentes especificidades que foram abordadas.

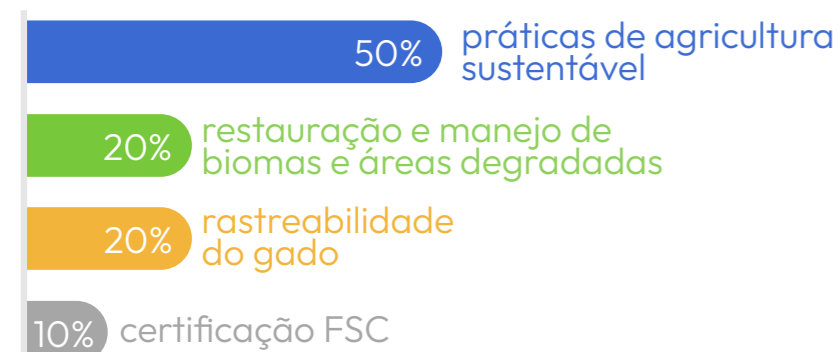


## Perfil dos indicadores ambientais não relacionados às mudanças climáticas

### ENERGIA 17%



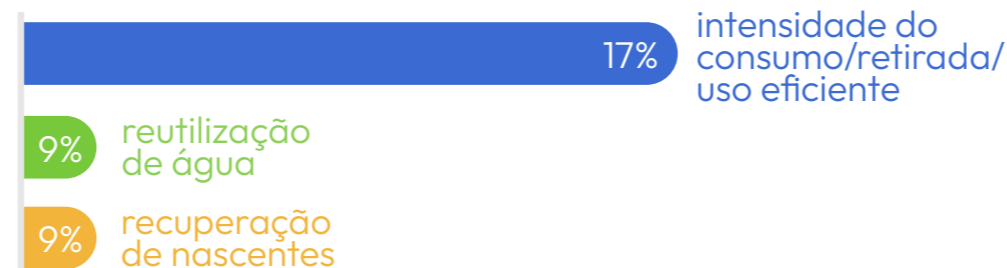
### BIODIVERSIDADE E USO DA TERRA 12%



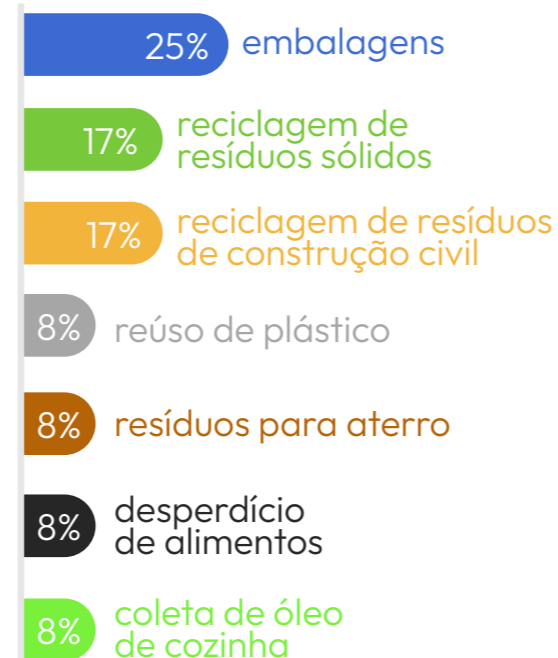
### EFICIÊNCIA PRODUTIVA 2%



### ÁGUA 14%



### RESÍDUOS 15%



A distribuição apresentada das demais temáticas ao longo das operações evidencia certa desconexão entre representatividade e relevância das temáticas para o contexto brasileiro. Por exemplo, o maior volume de operações vinculadas a energia, principalmente energia renovável, frente às questões relacionadas a biodiversidade e uso da terra.

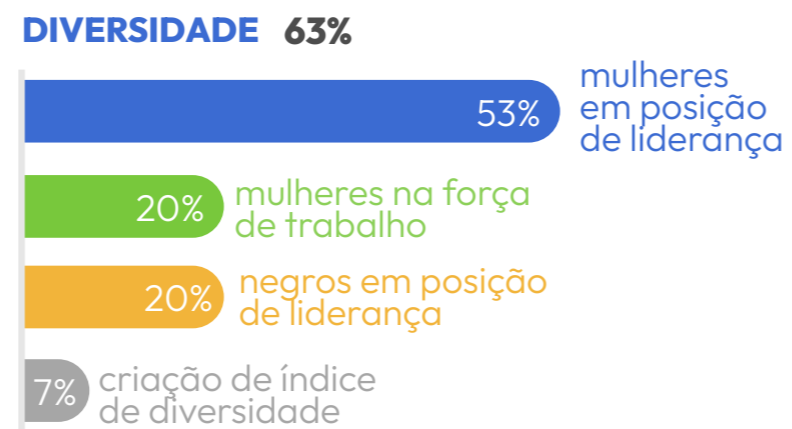
O Brasil é um país que, segundo dados do BEN (2023), possui 82,9% de sua matriz elétrica advinda de fontes renováveis, em comparação com 28,6% do resto do mundo. Logo, a busca das empresas por aumentar seu uso de energia renovável é algo bem menos relevante no contexto brasileiro do que seria em outras regiões do globo, como Estados Unidos e União Europeia.

Por outro lado, o Brasil é considerado o país mais biodiverso do mundo – tem, em termos absolutos, a terceira maior área florestal e tem nas questões relacionadas ao uso da terra o maior vetor de emissões de gases de efeito estufa (GEE). Esse cenário evidencia que a temática de biodiversidade e uso da terra é de enorme relevância. No entanto, aparece apenas como a quinta temática mais vinculada nas operações.

Ao longo das 63 operações, indicadores relacionados à dimensão social foram utilizados 24 vezes. Os mais comuns foram os referentes à temática da diversidade (15 vezes). Isso reforça a percepção de que, assim como o tema mudanças climáticas é o mais prevalente na dimensão ambiental, diversidade é o análogo na dimensão social.

Entre as 15 vezes que os indicadores relacionados a diversidade foram utilizados, oito foram referentes ao aumento da presença de mulheres em posições de liderança; três à presença de mulheres na força de trabalho; três à presença de negros em cargos de liderança; e uma referente à criação de um índice de diversidade - ver no gráfico a seguir. A grande preponderância de indicadores relacionados a gênero, que representam 73%, frente aos relacionados à raça, que são apenas 20%, demanda reflexão a respeito. No cenário local, cabe perceber que o passado escravocrata brasileiro reverbera na sociedade até os dias atuais, por meio de um legado de racismo e desigualdade estruturais.

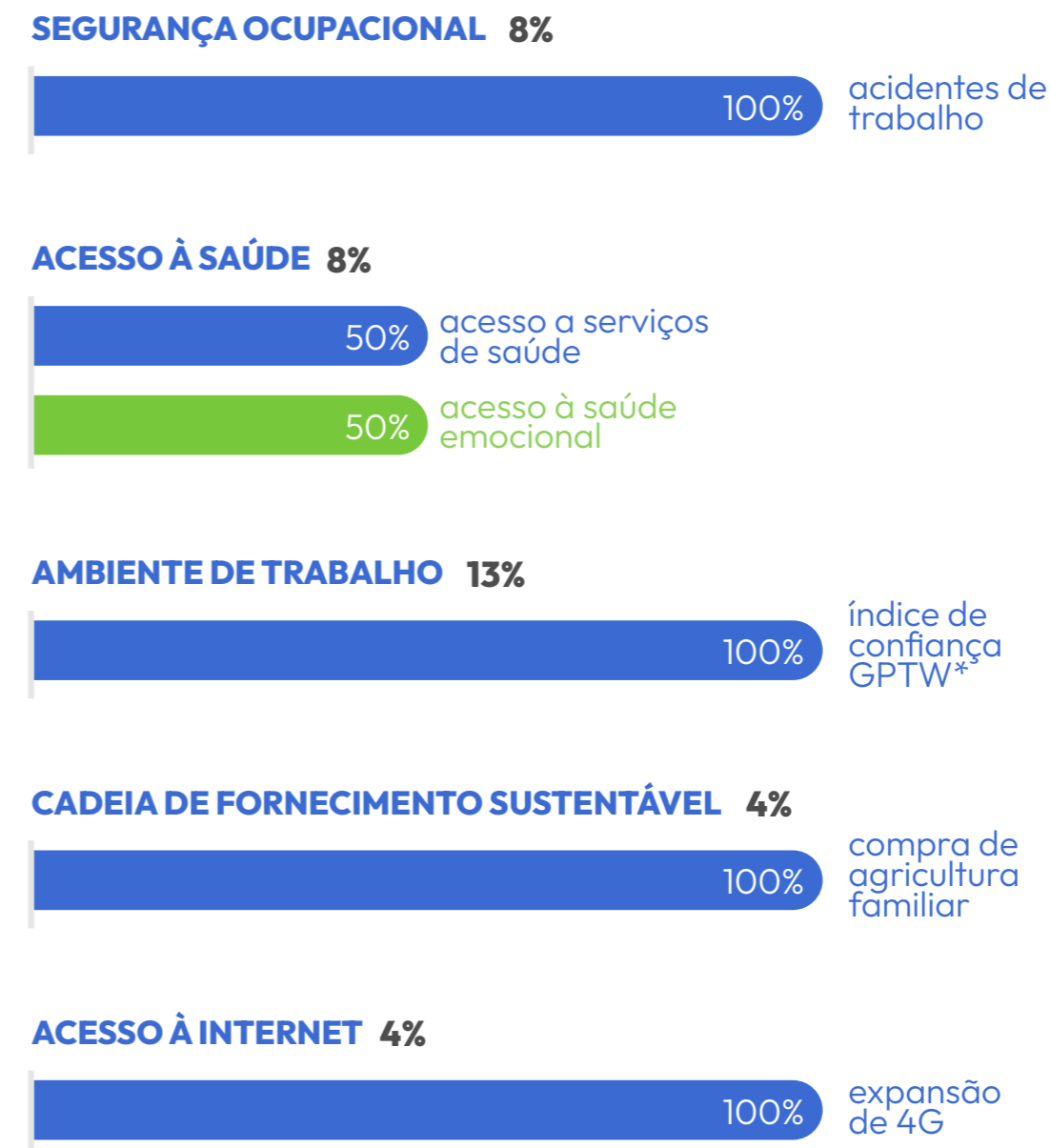
## Perfil dos indicadores relacionados a diversidade



*Perfil dos indicadores relacionados a diversidade utilizados nas operações vinculadas a metas ESG de empresas brasileiras.*

**Assim como o tema das Mudanças climáticas é o mais prevalente na dimensão ambiental, Diversidade é o análogo na dimensão social.**

## Perfil dos indicadores sociais não relacionados à diversidade



*Perfil dos indicadores sociais não relacionados à diversidade utilizados nas operações vinculadas a metas ESG de empresas brasileiras.*

\* Great Place to Work.

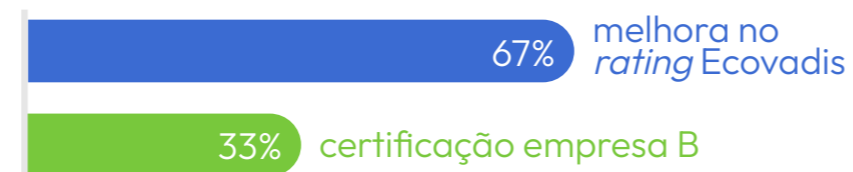
As demais temáticas sociais representadas por indicadores foram: segurança ocupacional, que teve indicadores relacionados utilizados duas vezes; acesso à saúde, duas vezes; ambiente de trabalho, três; cadeia de fornecimento responsável, uma; e acesso à internet, usado também uma vez.

Além dos indicadores caracterizados como ambientais ou sociais, há os que mesclam atributos de ambas as dimensões. Ao longo das 63 operações, indicadores com essas características foram utilizados seis vezes. Metade dessas ocorrências estão vinculadas à melhoria do desempenho da empresa emissora em algum *rating* ou certificação.

A distribuição de temáticas ao longo das operações de dívida vinculadas a metas ESG de empresas brasileiras está refletindo pautas onipresentes nas estratégias de sustentabilidade de grandes empresas, que são as mudanças climáticas e a diversidade. No entanto, de forma geral, essas operações não estão endereçando os pontos de maior materialidade para o contexto brasileiro. Um potencial motivo para essa questão é o fato de que, por serem metas que podem acarretar penalizações financeiras, as empresas buscam opções cuja trajetória para o atingimento está mais clara.

## Perfil dos indicadores que misturam atributos ambientais e sociais

### DESEMPENHO EM RATING/CERTIFICAÇÃO 50%



### MOBILIDADE URBANA 17%



### ACESSO À ENERGIA RENOVÁVEL 17%



### CADEIA DE FORNECIMENTO SUSTENTÁVEL 17%



Perfil dos indicadores que misturam atributos ambientais e sociais utilizados nas operações vinculadas a metas ESG de empresas brasileiras.



# 5. provedores de SPOs e a credibilidade do mercado

Os provedores de Opiniões de Segunda Parte (Second Party Opinions, SPOs na sigla em inglês) desempenham um papel cada vez mais crucial na credibilidade e na integridade do mercado. À medida que os negócios e as transações financeiras se tornam mais complexos e comuns, a confiança é fundamental. SPO é uma avaliação independente e especializada de um instrumento financeiro ou de um *framework* de finanças sustentáveis, com a finalidade de compará-los com os princípios e diretrizes mais recentes, bem como de verificar a elegibilidade do título ou empréstimo em questão.

Esta avaliação é conduzida com base em critérios estabelecidos pelo avaliador independente. Ela pode estar fundamentada em diretrizes e padrões internacionalmente reconhecidos, como aqueles elaborados por organizações como International Capital Market Association (ICMA), Loan Market Association (LMA), Loan Syndications and Trading Association (LSTA) e Climate Bonds Initiative (CBI), além de taxonomias locais, entre outros. A avaliação é realizada por uma entidade externa à instituição emissora ou ao projeto, que detém *expertise* em questões relacionadas a ESG.

A confiança é um dos pilares de qualquer mercado financeiro saudável e eficiente. Quando os participantes do mercado confiam nas informações e nas transações em que estão envolvidos, eles têm mais segurança para tomar decisões e realizar investimentos. Isso, por sua vez, impulsiona o crescimento econômico e a estabilidade financeira. No entanto, a confiança pode ser facilmente abalada, especialmente em um ambiente de negócios onde a complexidade e os riscos são acentuados.

**Por ser um mercado ainda autorregulado, as consultorias e auditorias devem zelar pela credibilidade das operações e pelo nível de responsabilidade que as metas carregam.**



Os provedores de SPOs desempenham um papel multifacetado na promoção da credibilidade do mercado. Vamos examinar suas contribuições em detalhe:

## ● AVALIAÇÕES INDEPENDENTES E IMPARCIAIS

Um dos aspectos mais importantes das SPOs é sua independência e imparcialidade. Os provedores de SPOs não têm interesse direto na transação ou na decisão empresarial em questão, o que lhes permite fornecer avaliações objetivas e isentas de conflitos de interesse. Isso é fundamental para garantir a confiabilidade das informações.

## ● REDUÇÃO DO GREENWASHING

O *greenwashing* ocorre quando empresas ou emissores de títulos fazem alegações exageradas ou enganosas sobre a sustentabilidade de seus produtos. Os SPOs ajudam a identificar e combater o *greenwashing*, fornecendo uma avaliação imparcial, que ajuda os investidores a tomar decisões informadas.

## ● REDUÇÃO DA ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES

Em muitas transações complexas, uma das partes envolvidas pode ter mais informações que a outra, criando uma assimetria de informações. Os provedores de SPOs atuam como niveladores nesse contexto, fornecendo informações imparciais e especializadas a todas as partes envolvidas.

## ● INCLUSÃO DE KPIS E SPTS MAIS ROBUSTOS E DESAFIADORES

Em 2023, os *sustainability-linked bonds* apresentaram uma queda de 50% em relação ao segundo trimestre de 2022. Um dos motivos apontados pela análise da Moody's Investors Service para a variação é, possivelmente, a credibilidade das metas atreladas a esse tipo de título, que têm sido questionadas pelo mercado, o que levou as empresas a evitar essas emissões, por causa do risco de *greenwashing*. Nesse contexto, a realização de um SPO confiável para este tipo de transação se torna primordial, diminuindo o risco e exposição das companhias emissoras.

## ● MAIOR CREDIBILIDADE E CONFIANÇA

Quando uma SPO independente resulta em uma opinião favorável a uma transação ou decisão, ela aumenta significativamente a credibilidade e a confiança das partes envolvidas. Isso pode ser especialmente importante em transações de alto valor, em que a confiança é essencial.

## ● MITIGAÇÃO DE RISCOS

Em transações financeiras e empresariais, o risco é uma constante. Os provedores de SPOs ajudam a identificar e avaliar os riscos, fornecendo análises detalhadas e cenários possíveis. Isso permite que as partes envolvidas tomem decisões mais informadas e implementem estratégias eficazes de gerenciamento de risco.

## ● APOIO A DECISÕES ESTRATÉGICAS

Além de avaliar transações financeiras, os provedores de SPOs também desempenham um papel vital no apoio a decisões estratégicas de negócios. Eles podem oferecer *insights* valiosos sobre fusões, aquisições, investimentos, reestruturações e outros aspectos cruciais do mundo corporativo.

# 6. conclusão

## É hora de superar a padronização das estratégias e aprofundar a qualidade dessas formulações, mensurando a significância dos impactos e os riscos financeiros envolvidos.

Após análise das temáticas e especificidades dos indicadores vinculados a operações baseadas em desempenho ESG, percebe-se que sua distribuição nem sempre ecoa com o que se entende como de maior materialidade para o contexto brasileiro. Esse retrato pode ser sintoma de uma certa padronização das estratégias de sustentabilidade. Usualmente elas visam responder às expectativas de seus principais *stakeholders*, que nem sempre têm a perspectiva de impacto nem a literacia adequada sobre questões socioambientais. É preciso, portanto, aprofundar a

qualidade dessas investigações, mensurando a significância dos impactos e os riscos financeiros envolvidos nessas questões. A perspectiva de dupla materialidade é uma ferramenta para ajudar a superar este desafio.

O aumento da representatividade de temas como biodiversidade e outros KPIs sociais se torna algo latente nesse aspecto, por estarem cada vez mais na agenda dos investidores e serem de grande relevância para o contexto nacional. Além disso, por serem metas que trazem o potencial de penalizações financeiras, é comum que um dos critérios para a escolha seja a confiança interna sobre a viabilidade do atingimento. Isso faz com que as empresas tenham a tendência de escolher compromissos e temáticas menos ambiciosos e complexos.

O contexto atual dessas operações, que, após o *boom* de 2021, têm apresentado perda de representatividade diante de outros rótulos, demanda maior alinhamento entre os atores envolvidos sobre o conceito de materialidade. O crescente escrutínio frente aos KPIs e SPTs vinculados às operações tem feito as empresas optarem por

outros formatos, por medo de acusação de *greenwashing*, já que o principal racional por trás de uma emissão rotulada é justamente a sinalização para o mercado do compromisso frente à agenda de sustentabilidade.

Nesse âmbito, o papel dos provedores de SPOs se torna essencial para salvaguardar a integridade e a credibilidade das operações. Diligências adequadas acerca da aderência aos princípios (SLBPs e SLLPs) se fazem imprescindíveis para recuperar a confiança dos investidores quanto à credibilidade do formato e sua capacidade de fazer as empresas avançarem frente aos grandes desafios da sustentabilidade.



# 7. referências

BEN. **Matriz Energética e Elétrica**. Net, 2023.

Disponível em: <<https://www.epe.gov.br/pt/abc-energia/matriz-energetica-e-eletrica>>

CAPITAL RESET. **Dívida SG avança em mercado de captações minguado**. Net, jul. 2023. Disponível em: <<https://capitalreset.uol.com.br/financas/divida-esg/divida-esg-avanca-em-mercado-de-captacoes-minguado/>>

CDP. **Scoping Out: Tracking Nature Across the Supply Chain**. Net, mar. 2023. Global Supply Chain Report 2022. Disponível em: <<https://cdn.cdp.net/cdp-production/cms/reports/documents/000/006/918/original/CDP-Supply-Chain-Report-2022.pdf?1678870769>>

ECCLES, R. G.; KLIMENKO, S. **The investor Revolution**. Net, jun. 2019. Harvard Business Review. Disponível em: <<https://hbr.org/2019/05/the-investor-revolution>>

ENVIRONMENTAL FINANCE. **Sustainable Bonds Insight 2023**. Net, fev. 2023. Disponível em <<https://www.environmental-finance.com/content/downloads/sustainable-bonds-insight-2023.html>>

ENVIRONMENTAL FINANCE. **Sustainable Loans Insight 2023**. Net, set. 2023. Disponível em: <<https://www.environmental-finance.com/content/downloads/environmental-finance-sustainable-loans-insight-2023.html>>

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](https://labinovacaofinanceira.com/wp-content/uploads/2022/03/FiBraS-Mercado-FinSustentaveis_2022.pdf)>

ICMA. **Guidelines for Green, Social, Sustainability and Sustainability-Linked Bonds External Reviews**. Net, jun. 2022. Disponível em: <[https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/External-Review-Guidelines\\_June-2022-280622.pdf](https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/External-Review-Guidelines_June-2022-280622.pdf)>

ICMA. **The Principles, Guidelines and Handbooks**. Disponível em: <<https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/>>

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/>>

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>>

LSTA. **Guidance for Green, Social, and Sustainability Linked Loans External Reviews**. Disponível em: <<https://www.lsta.org/content/guidance-for-green-social-and-sustainability-linked-loans-external-reviews/>>

LSTA. **Sustainability Linked Loan Principles (SLLP)**. Net, abr. 2023. Disponível em: <<https://www.lsta.org/content/sustainability-linked-loan-principles-sllp/>>

NINT. **Base de Dados Dívida ESG Brasil**. Net, acessado em 27/10/2023. Disponível em <<https://app.powerbi.com/view?r=eyJrIjoiYmFjNDRhNmQ4ZGYyZS00MmY3LTlhY2MtNTYyYzNmO-TRiYTgxliwidCI6IjI3NGU2MDg2LTFiZTYtNDY-4Zi05MzZmLTQ3MmQ5OWRjODFiMCMjO>>

PUCKER, K. **The trillion dollar fantasy: linking ESG investing to planetary impact**. Net, set. 2021. Institutional Investor. Disponível em: <<https://www.institutionalinvestor.com/article/b1tkr-826880fy2/The-Trillion-Dollar-Fantasy>>





# créditos

## realização

Grupo Report

## coordenação geral e técnica

Pedro Bentz

Tainara Sobreiro

Victor Netto

## gestão de projeto

Beatriz Miranda

## conteúdo

Pedro Bentz

Dauro Veras

Mayara Oliveira – DNV

Paulo Arias – DNV

## projeto gráfico e diagramação

Sérgio Almeida

Bruna Finkennauer

## imagens

Unsplash

## revisão técnica

Tomás Carmona

## revisão ortográfica

Catalisando Conteúdo



## O Grupo Report

Na trajetória do Grupo Report, iniciada em 2002, pudemos testemunhar a sustentabilidade passar de um tópico acessório para algo transversal nas empresas. Do mesmo modo, observamos temas como mudanças climáticas, diversidade e desigualdades sociais, entre outros, migrarem dos alertas de cientistas e ONGs para a pauta dos Conselhos de Administração, o escrutínio dos investidores e a atenção dos reguladores.

Impulsionamos e somos impulsionados por essas agendas. Diante do cenário do Brasil e do mundo, nosso propósito faz cada vez mais sentido: transformar empresas e pessoas por meio da sustentabilidade.

Para prosperar em um cenário cada vez mais complexo e desafiador, a multiplicação de investidores com olhar para ESG e o ativismo de diferentes stakeholders, a Report conta com um amplo portfólio de serviços e parcerias. Atuamos em oito frentes de trabalho que se conectam e se complementam, tornando os projetos abrangentes, integrados e interdisciplinares.

ESTRATÉGIA | FINANÇAS SUSTENTÁVEIS  
RELATÓRIOS | JORNADA CLIMÁTICA  
COMUNICAÇÃO | EDUCAÇÃO CORPORATIVA  
SOLUÇÕES DIGITAIS ÍNDICES E RATINGS

## A DNV

A DNV é uma provedora independente de garantia e gestão de riscos, operando em mais de cem países. É uma das principais provedoras de certificação, garantia e gerenciamento de riscos do mundo. Seja certificando o sistema de gestão ou produtos de uma empresa, fornecendo treinamento ou avaliando cadeias de suprimentos e ativos digitais, permitimos que clientes e partes interessadas tomem decisões críticas com confiança.

Impulsionada pelo propósito de proteger a vida, a propriedade e o meio ambiente, a DNV ajuda seus clientes a aproveitarem as oportunidades e enfrentarem os riscos decorrentes das transformações globais. A DNV é uma voz confiável para muitas das empresas mais bem-sucedidas e inovadoras do mundo.

No universo das Finanças Sustentáveis, a DNV conta com um time de especialistas no tema, sendo uma das cinco maiores organizações provedoras de SPO no mundo, e a primeira no que se refere a emissões certificadas pela Climate Bonds Initiative.

**report** :



DNV