

Boxe 4 – Emissões de títulos relacionados à sustentabilidade por empresas brasileiras no mercado internacional e doméstico¹

Introdução

Os títulos relacionados à sustentabilidade, ou títulos sustentáveis, fazem parte do conjunto de instrumentos financeiros utilizados no financiamento de projetos ambientais, sociais ou de governança (*Environmental, Social and Governance* – ESG) por empresas, bancos e governos. Para fins deste boxe, abrangem os títulos verdes, sociais, sustentáveis e ligados à sustentabilidade (*Green, Social, Sustainability and Sustainability-linked Bonds* – GSSS). A emissão global desses instrumentos apresentou crescimento expressivo nos últimos dois anos: o volume financeiro no biênio 2020-2021, de acordo com a *Environmental Finance Data*,² foi de aproximadamente USD1,6 trilhão, quase o dobro das emissões nos cinco anos anteriores.

Este boxe se propõe a responder a algumas questões no âmbito das emissões de títulos sustentáveis por emissores brasileiros:³ quais os instrumentos financeiros mais utilizados? Quem são os emissores? Qual o principal mercado de colocação dos títulos? Como tem evoluído a emissão de títulos sustentáveis por emissores brasileiros? Quais os riscos associados a esses instrumentos?

O foco do estudo são os títulos sustentáveis emitidos pelas empresas brasileiras nos mercados doméstico e externo, destacando-se os *bonds* e *notes* nas emissões externas e as debêntures nas emissões domésticas. As características das emissões de bancos são apresentadas para fins de comparação com as emissões de empresas.

Quais os instrumentos financeiros mais utilizados no financiamento por meio de títulos sustentáveis?

Os instrumentos financeiros sustentáveis mais comuns incluem empréstimos e títulos de dívida.⁴ A *International Capital Market Association* (ICMA) classifica os títulos em *use of proceeds* e *general purposes*, conforme

1 Os dados deste estudo seguem o conceito de nacionalidade, distinguindo-se do escopo das estatísticas internacionais (BPM6, PII e Dívida Externa), que adotam o conceito de residência. A diferença entre essas duas abordagens (nacionalidade e residência) na análise das emissões externas é abordada no Relatório de Inflação de março de 2015, no estudo “Emissões de subsidiárias de matrizes brasileiras no mercado internacional”. Fonte dos dados exibidos no boxe: 1) emissor Brasil de título sustentável no mercado externo: Refinitiv; 2) emissor Brasil de título sustentável no mercado doméstico: NINT; 3) emissor Global de título sustentável: *Environmental Finance Data*; 4) emissor Brasil de título sustentável + convencional no mercado doméstico: Anbima; e 5) emissor Brasil de título sustentável + convencional no mercado externo: Refinitiv com consistência no *site* da empresa.

2 Levantamento da *Environmental Finance Data*. <https://efdata.org/>.

3 A importância das informações relacionadas à sustentabilidade, incluindo dados sobre os instrumentos financeiros sustentáveis para o exercício do mandato dos bancos centrais, é abordada em BIS – *Sustainable finance data for central banks*. IFC Report N. 14. December 2021.

4 Entre os instrumentos financeiros elegíveis, a *Climate Bond Initiative* (CBI) elencou: *standard use of proceeds bond, revenue bond, project bond, securitised bond, convertible bonds or notes, sukuk, schuldschein, loan facility, commercial paper, debt instruments issued by a green bond fund, covered bond e green deposits* – <https://www.climatebonds.net/files/files/climate-bonds-standard-v3-20191210.pdf>.

descrição na Tabela 1. De acordo com a ICMA, em 2020, aproximadamente 97% dos títulos emitidos foram alinhados com os princípios e *guidelines* publicados pela associação.^{5, 6}

Tabela 1 – Tipos de títulos sustentáveis, conforme definições da ICMA^{1/}

<i>Use of proceeds</i>	<i>Green, Social, Sustainability Bonds (GSS)</i>	Os títulos do tipo <i>use of proceeds</i> são aqueles em que os recursos levantados são aplicados exclusivamente no financiamento ou refinanciamento, em parte ou na sua totalidade, em projetos elegíveis, novos ou existentes, podendo ser <i>green bonds</i> , <i>social bonds</i> ou <i>sustainability bonds</i> , ^{2/} e que estão alinhados com os quatro componentes principais dos títulos GSS. ^{3/}
<i>General purposes</i>	<i>Sustainability-Linked Bonds (SLBs)</i>	Os <i>general purposes</i> ao contrário dos <i>use of proceeds</i> , são títulos em que os recursos da emissão não têm destinação específica, ou seja, o dinheiro não está “carimbado”, podendo ser utilizado para propósitos gerais. Por outro lado, os <i>general purposes</i> contemplam metas ESG ^{4/} às quais as características financeiras e/ou estruturais do título ficam vinculadas. O descumprimento dessas metas implica alteração dessas características, como por exemplo, elevação no cupom. Os componentes principais dos SLBs são distintos daqueles dos GSS. ^{5/}

1/ Elaborado a partir dos Princípios e Guidelines da ICMA.

2/ Projetos verdes elegíveis, no caso de *green bonds*; projetos sociais elegíveis nos *social bonds*; e uma combinação de ambos nos *sustainability bonds*:
- projetos verdes elegíveis: energia renovável, eficiência energética, controle e prevenção da poluição, gestão ambientalmente sustentável de recursos naturais vivos e uso da terra, biodiversidade terrestre e aquática, transporte limpo, gestão sustentável de água e esgoto, adaptação à mudança climática, produtos, tecnologias e processos de produção adaptados à economia circular; edifícios verdes;

- projetos sociais elegíveis (os tipos mais comuns): infraestrutura básica acessível; acesso a serviços essenciais; habitação a preços acessíveis; geração de emprego e programas destinados a prevenir e/ou reduzir o desemprego decorrente de crises socioeconômicas; segurança alimentar e sistemas alimentares sustentáveis; progresso socioeconômico e empoderamento.

3/ Os quatro componentes principais dos GSSs são: informação sobre a destinação dos recursos; processo de avaliação e seleção de projetos; gestão dos recursos da emissão; e relatórios de informação.

4/ Objetivos mensurados por meio de indicadores chave de desempenho (KPIs) predefinidos e avaliados em relação às metas de desempenho de sustentabilidade (SPTs) predefinidas.

5/ Componentes principais dos SLBs: seleção dos KPIs; calibragem das SPTs; características dos títulos; relatórios de informação e verificação.

Além dos títulos com classificação pela ICMA, outros títulos foram adotados no financiamento de projetos sustentáveis pelos emissores brasileiros, como os *transition bonds*,⁷ tipo de título *use of proceeds*. Conforme definição da CBI, trata-se de título voltado para grandes emissores de gás de efeito estufa financiarem a transição para operações mais sustentáveis.

Até 2020, as emissões de títulos sustentáveis no mercado externo eram predominantemente de *green bonds*. A primeira emissão de SLB é de 2019. As emissões de SLBs no ano de 2021 superaram, em quantidade e volume financeiro, o total de *green bonds* emitidos desde 2015. Os *green bonds* predominam entre os emissores bancários (Gráfico 1),⁸ enquanto, para as empresas não financeiras, destacam-se os SLBs (Gráfico 2).⁹

5 <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/GBP-Infographic-040521.pdf>.

6 ICMA – Green Bond Principles (GBP) – Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds – June 2021; ICMA – Social Bond Principles (SBP) – Voluntary Process Guidelines for Issuing Social Bonds – June 2021; ICMA – Sustainability bond Guidelines – June 2021; ICMA – Sustainability-Linked Bond Principles – Voluntary Process Guidelines. June 2020.

7 *Climate Bond Initiative (CBI)*. Latin America & Caribbean – State of the Market. 2021, p. 15.

8 As primeiras emissões de títulos sustentáveis de bancos no mercado externo são de 2017, razão pela qual o gráfico limita-se a esse intervalo de tempo, enquanto o das empresas inicia em 2015.

9 Embora as empresas não tenham emitido *social bonds*, tanto os *sustainability* como os SLBs podem incluir objetivos sociais – projetos – no caso dos primeiros, e metas, no caso dos SLBs.

Gráfico 1 – Tipos de títulos sustentáveis emitidos pelos bancos brasileiros no mercado externo entre 2017 e 2021

Distribuição percentual do volume financeiro

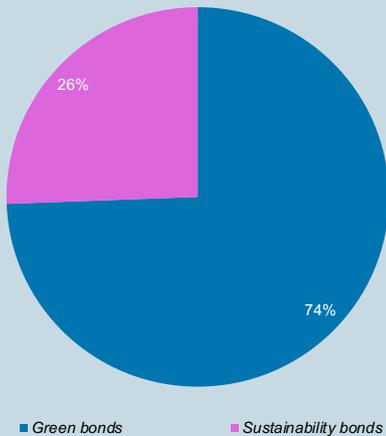
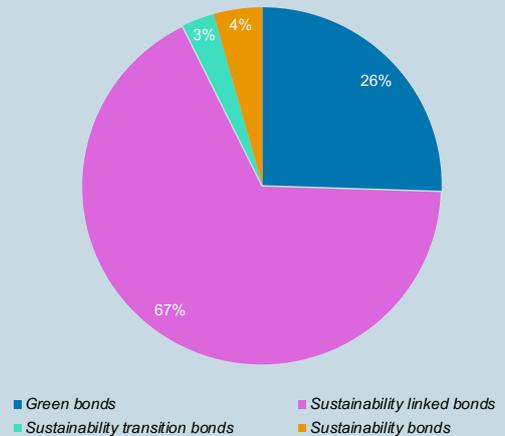


Gráfico 2 – Tipos de títulos sustentáveis emitidos pelas empresas brasileiras no mercado externo entre 2015 e 2021

Distribuição percentual do volume financeiro



As debêntures emitidas por empresas não financeiras e as letras financeiras¹⁰ emitidas por bancos no mercado doméstico apresentam características predominantemente de *green bonds* (gráficos 3 e 4). Os títulos sustentáveis emitidos no país apresentam maior variedade em relação às emissões no mercado externo; incluem CRAs, CRIs, FIIs, FDICs e empréstimos. Esses instrumentos corresponderam a 24% dos títulos sustentáveis emitidos no mercado doméstico desde 2016; as debêntures foram 68%; e as letras financeiras, 8%.¹¹

Gráfico 3 – Tipos de títulos sustentáveis emitidos pelos bancos brasileiros no mercado doméstico entre 2016 e 2021

Distribuição percentual do volume financeiro

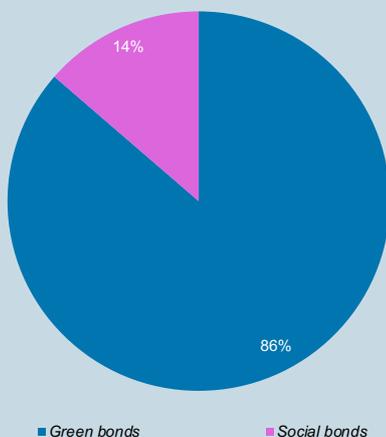
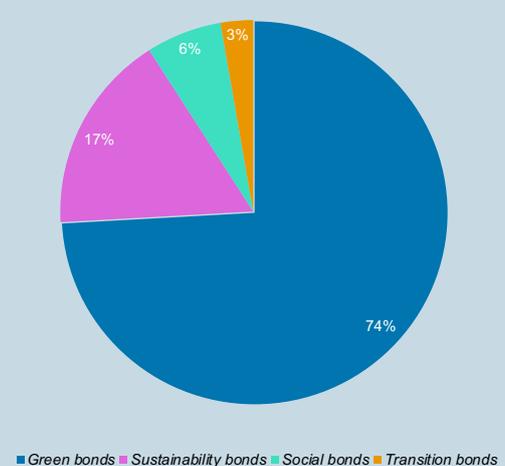


Gráfico 4 – Tipos de títulos sustentáveis emitidos pelas empresas brasileiras no mercado doméstico entre 2016 e 2021

Distribuição percentual do volume financeiro



Quem são os emissores brasileiros de títulos sustentáveis?

As empresas não financeiras predominam nas emissões domésticas e externas, representando 88% do volume financeiro emitido desde 2017 no mercado externo (Gráfico 5) e 89% nas emissões no mercado doméstico (Gráfico 6). Os setores de papel e celulose e alimentos e bebidas são predominantes nas emissões no mercado externo (Gráfico 7), enquanto o de energia elétrica destaca-se nas emissões no mercado doméstico (Gráfico 8).

¹⁰ No mercado doméstico, os instrumentos financeiros emitidos pelos bancos são as letras financeiras, sendo utilizados *bonds* e *notes* no mercado externo.

¹¹ Levantamento a partir dos dados da base NINT.

Gráfico 5 – Distribuição do volume financeiro das emissões de títulos sustentáveis no mercado externo entre empresas e bancos
Emissões desde 2017

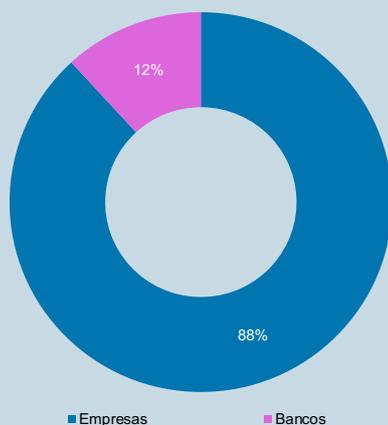


Gráfico 6 – Distribuição do volume financeiro das emissões de títulos sustentáveis no mercado doméstico entre empresas e bancos
Emissões desde 2017

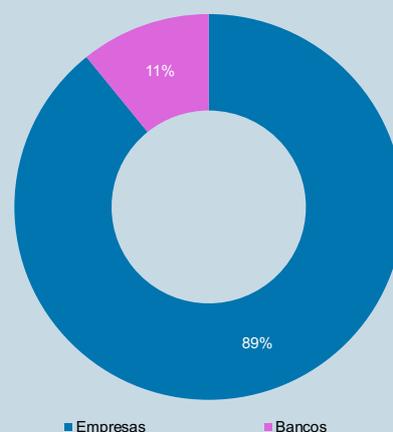


Gráfico 7 – Distribuição das emissões de títulos sustentáveis no mercado externo por setor econômico
Emissões entre 2015 e 2021

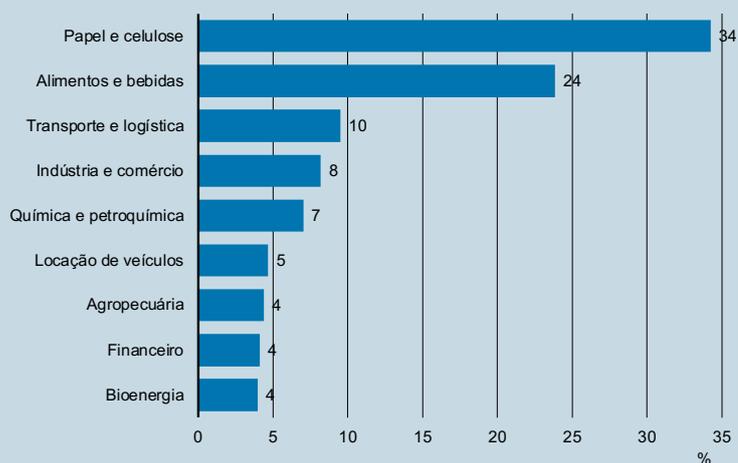


Gráfico 8 – Distribuição das emissões de títulos sustentáveis no mercado doméstico por setor econômico
Emissões entre 2016 e 2021



Qual o principal mercado de colocação dos títulos sustentáveis pelos emissores brasileiros?

O mercado externo é o destino principal das emissões de títulos sustentáveis pelas empresas emissoras brasileiras – mais de 70% do volume financeiro desde 2015 (Gráfico 9). Em 2021, esse mercado concentrou 59% da quantidade e 65% do volume financeiro dos títulos sustentáveis emitidos desde 2015. A representatividade das emissões dos títulos sustentáveis em relação aos convencionais é menor no mercado doméstico em relação ao que acontece no mercado externo. Em 2021, cerca de apenas 7% das emissões no mercado doméstico apresentaram características de sustentabilidade (Gráfico 11), sendo tal proporção de 47% no caso das emissões externas (Gráfico 10).

Gráfico 9 – Distribuição do volume financeiro das emissões de títulos sustentáveis entre os mercados doméstico e externo
Emissões desde 2015

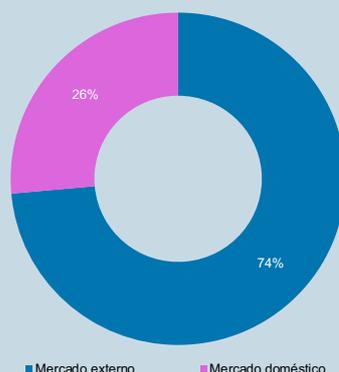
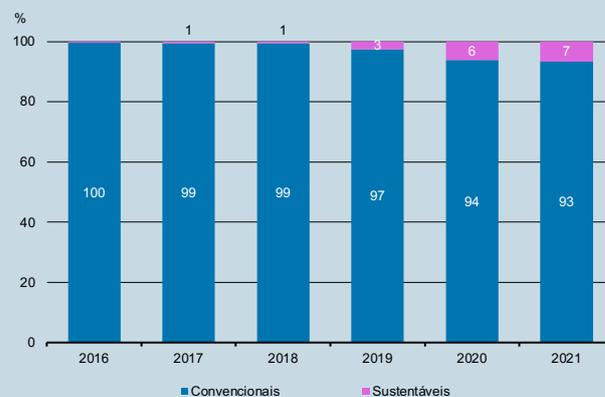


Gráfico 10 – Distribuição do volume financeiro dos títulos emitidos no mercado externo entre convencionais e sustentáveis



Gráfico 11 – Distribuição dos títulos emitidos no mercado doméstico entre convencionais e sustentáveis



Como tem evoluído a emissão de títulos sustentáveis por emissores brasileiros?

De acordo com levantamento da *Environmental Finance Data*,¹² o volume financeiro global de títulos sustentáveis no biênio 2020-2021 foi de aproximadamente US\$1,6 trilhão, quase o dobro das emissões entre 2015 e 2019 (Gráfico 12). No Brasil, no mesmo intervalo de tempo, os emissores brasileiros levantaram aproximadamente US\$20 bilhões¹³ por meio de instrumentos financeiros com características de sustentabilidade (Gráfico 13). Esse

12 Levantamento da *Environmental Finance Data* – <https://efdata.org/>.

13 Estimativa com base nos dados divulgados pela NINT – *Natural Intelligence* – <https://bit.ly/basedados-titulosverdes>.

valor é três vezes superior ao que foi emitido entre 2015 e 2019. No mesmo sentido, o número de emissores subiu consideravelmente em 2021 (Gráfico 14).¹⁴ As emissões brasileiras de títulos sustentáveis¹⁵ representam pouco mais de 1% das emissões globais.¹⁶ O Brasil é o segundo maior emissor da América Latina,¹⁷ atrás somente do Chile.

Gráfico 12 – Emissões globais de títulos sustentáveis

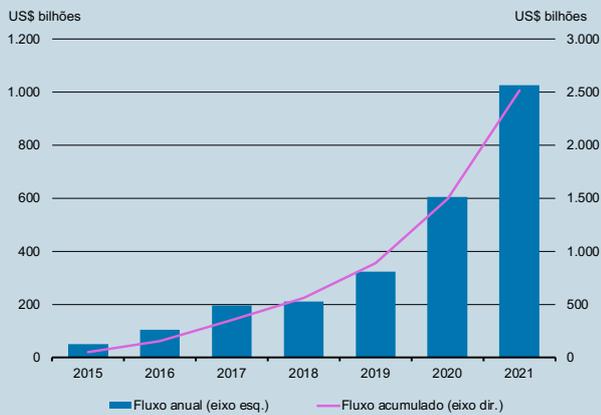


Gráfico 13 – Emissões de títulos sustentáveis por emissores brasileiros

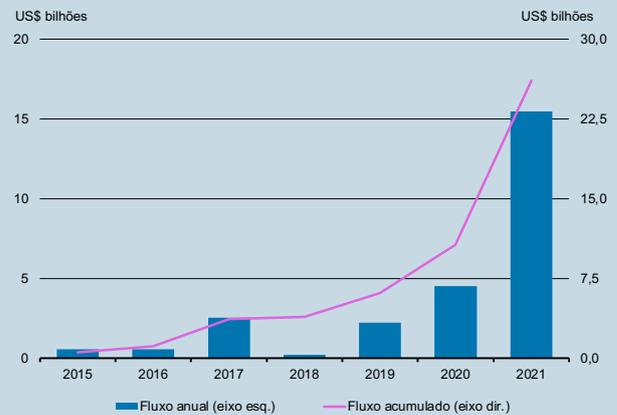
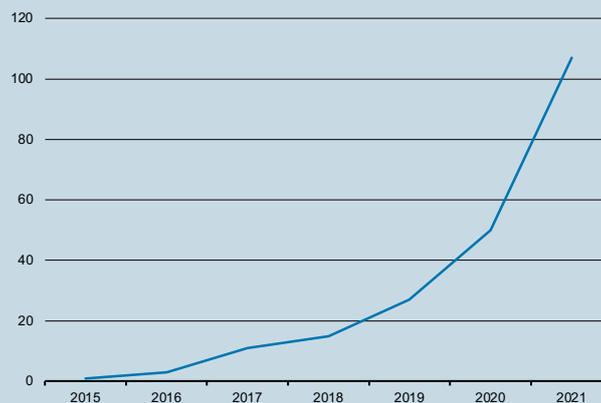


Gráfico 14 – Quantidade de emissores de títulos sustentáveis no mercado doméstico e externo
Dados acumulados desde 2015



14 O Gráfico 14 inclui emissões de *bonds* e *notes* (bancos e empresas) no mercado externo, e debêntures (empresas) e letras financeiras (bancos) no mercado doméstico. Um emissor de título sustentável no mercado externo e no doméstico foi contabilizado uma vez em cada mercado. Dados do mercado externo têm como fonte a base NINT e, para o mercado externo, o sistema de informações da Refinitiv.

15 Abrange o estoque de emissões de empresas e bancos, nos mercados doméstico e externo. Até 2021 o emissor soberano não emitiu título com características de sustentabilidade. No Plano Anual de Financiamento (PAF) de 2021, o Tesouro Nacional anunciou a intenção de desenvolver um arcabouço para emissões soberanas sustentáveis no mercado externo. O PAF 2022 informou continuidade no desenvolvimento do arcabouço em 2022.

16 Estimativa com base nos dados divulgados pela NINT – <https://bit.ly/basedados-titulosverdes>.

17 De acordo com levantamento da Climate Bond Initiative (CBI) – Latin America & Caribbean – State of the Market. 2021 – https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_lac_2020_04e.pdf.

O crescimento expressivo do financiamento por meio de títulos sustentáveis é consistente com o Acordo de Paris, de 2015,¹⁸ e evidencia a importância das Finanças Sustentáveis¹⁹ para a transição para uma economia de emissão de zero carbono. Os títulos com características de sustentabilidade contribuem para esse objetivo por meio da destinação dos recursos da emissão para o investimento em projetos ambientais e climáticos – no caso dos *use of proceeds*, ou do compromisso com metas sustentáveis – caso dos *general purposes*. O Gráfico 15 ilustra as metas²⁰ adotadas pelos emissores brasileiros de títulos sustentáveis no mercado externo. O mercado externo abrange 2/3 das emissões de títulos sustentáveis pelos emissores brasileiros. Mais de metade das metas refere-se à redução de emissão de gases de efeito estufa.

Gráfico 15 – Metas de sustentabilidade para as emissões de SLBs



O crescimento do uso de instrumentos com características de sustentabilidade é resultado da ação de diversos agentes, entre eles: (i) reguladores, associações de instituições e do mercado que estabelecem regras e taxonomia para práticas e instrumentos sustentáveis; (ii) entidades certificadoras e emissores de segunda opinião que contribuem para a confiabilidade da informação e transparência de mercado; e (iii) sistema de distribuição, incluindo gestores de ativos e intermediação, que financia os projetos sustentáveis diretamente ou por meio da aquisição dos títulos.

18 Acordo de Paris, assinado no âmbito da COP-21 em 2015, prevê a necessidade de esforços coletivos para combater as mudanças climáticas e adaptação aos seus efeitos. Implica a necessidade de redução da emissão de gases de efeito estufa para limitar o aumento da temperatura global e alcançar neutralidade até 2050. <https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement/the-paris-agreement>; https://unfccc.int/sites/default/files/english_paris_agreement.pdf.

19 Finanças sustentáveis sob uma perspectiva mais ampla, abrange incorporar os aspectos ESG na tomada de decisão de financiamento e investimento (conceito adaptado de GIZ: Finanças Sustentáveis, Um Panorama, 2021, p. 6. – https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_lac_2020_04e.pdf).

20 Entre 2015 e 2021, foram realizadas dezesseis emissões de SLBs. Reaberturas foram consideradas como novas emissões e repetem as metas da emissão original. As metas foram consultadas no *framework* das emissões ou no documento SPO (*Second Part Opinion*).

Quais os riscos associados às emissões de títulos sustentáveis?

Em 2021, os títulos sustentáveis emitidos no mercado externo apresentaram menor *spread*²¹ do que os títulos convencionais (Gráfico 16).²² O menor custo para o emissor é corroborado pelas curvas de rendimento (Gráfico 17).²³

Gráfico 16 – Spread na emissão para os títulos convencionais e sustentáveis

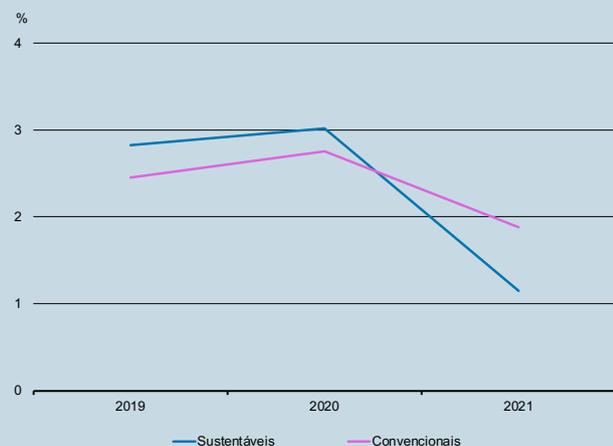


Gráfico 17 – Mediana do rendimento até o vencimento (YTM) dos títulos emitidos no mercado externo, sustentáveis e convencionais



Por outro lado, se emitidos sob a forma de *sustainability linked bonds* (SLBs), ao mesmo tempo que representam um menor custo de financiamento para o emissor, os títulos sustentáveis carregam o risco de aumento no custo da dívida em caso de descumprimento das metas de sustentabilidade nele incluídas. Esse potencial aumento no custo da dívida ocorreria porque, de acordo com os princípios dos SLBs da ICMA, esses instrumentos devem conter previsão de impacto financeiro (por exemplo, *step-up* no cupom) e/ou na estrutura do título (por exemplo, alteração no vencimento) em caso de descumprimento das metas às quais estão associados.

Os SLBs correspondem a mais da metade do estoque de títulos não convencionais das empresas brasileiras e foram predominantes em 2021. As empresas adotaram o *step-up* nos cupons em detrimento de alterações na estrutura do título, ou seja, um acréscimo de pontos-base sobre o cupom. Os *step-ups* do estoque de SLBs variam de 25 a 65 pontos-base.

A Figura 1 representa a distribuição no tempo para cada uma das emissões entre o prazo da meta, no qual não há incidência de *step-ups* nos cupons, e o vencimento do título.²⁴ A área cinza representa o prazo para alcance da meta, sendo que, nesse intervalo de tempo, os cupons pagos não apresentam *step-up*. A área verde representa o tempo de incidência do *step-up* na hipótese de descumprimento de meta. A área verde mais clara representa a incidência de *step-up* “parcial”, decorrente da existência de mais de uma meta e prazos distintos para cumprimento.

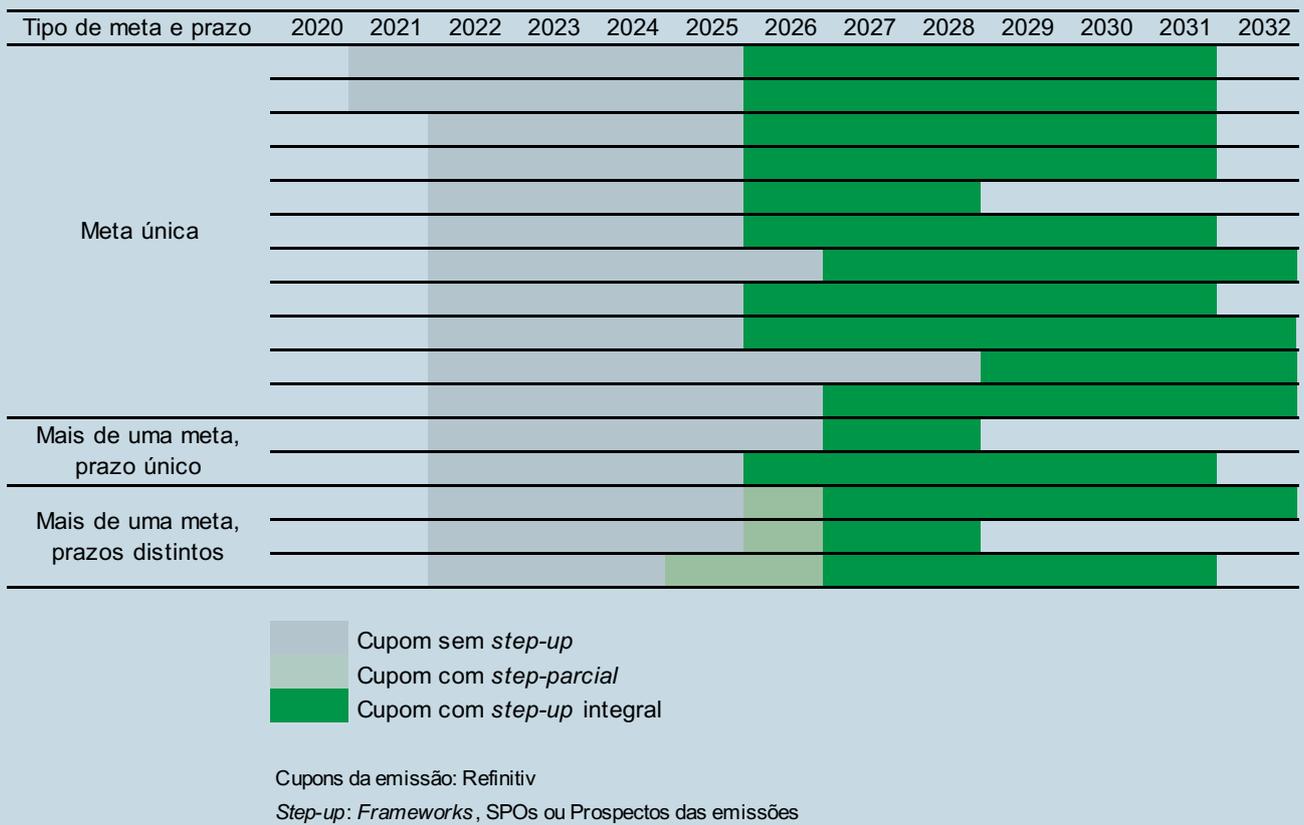
21 *Spread* em relação à taxa livre de risco (10YUSTreasuries) + risco-país (CDS BR 5 anos).

22 O Gráfico 16 refere-se às emissões dos títulos *use of proceeds* e *general purposes* emitidos pelas empresas brasileiras e subsidiárias no exterior entre 2019 e 2021.

23 O Gráfico 17 abrange as emissões de títulos sustentáveis em 2021, incluindo títulos *general purposes* (87% das emissões do ano) e *use of proceeds* (13%). Apesar do menor custo para o emissor em relação aos convencionais, e, portanto, menor cupom recebido pelo investidor, os títulos sustentáveis apresentaram maior retorno para o investidor comparativamente aos convencionais – a variação no rendimento (YTM) proporcionado pelos títulos sustentáveis emitidos no ano foi menor em relação aos convencionais, ou seja, a perda de valor para os títulos convencionais foi maior para uma janela de seis meses. A janela de seis meses compreendeu o segundo semestre de 2021, e foi adotada para contemplar o maior número possível de emissões, uma vez que quase 60% da quantidade das emissões externas de títulos sustentáveis é de 2021.

24 Prazos das metas de sustentabilidade: *framework* das emissões ou SPO. *Step-ups*: *framework* das emissões, SPO ou prospecto.

Figura 1 – Mapa dos *step-ups* dos cupons para o estoque de SLBs emitidos no mercado externo



Na hipótese de descumprimento da meta em cada uma das dezesseis emissões de SLBs, o custo do *step-up* para o estoque de US\$11,48 bilhões de SLBs seria de US\$168 milhões (Gráfico 18), ou 1,5% do valor emitido (Gráfico 19). Os cupons sem *step-up* pagos no período somariam US\$4,88 bilhões e, com *step-up*, US\$5,05 bilhões.²⁵

Gráfico 18 – Estimativa do custo do descumprimento das metas do estoque de SLBs
 Valor acumulado desde o início da incidência dos *step-ups*

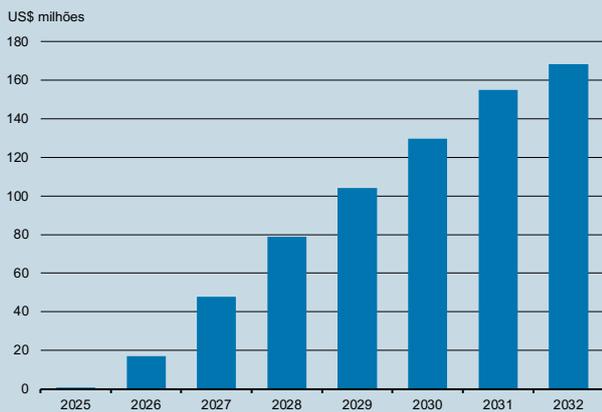
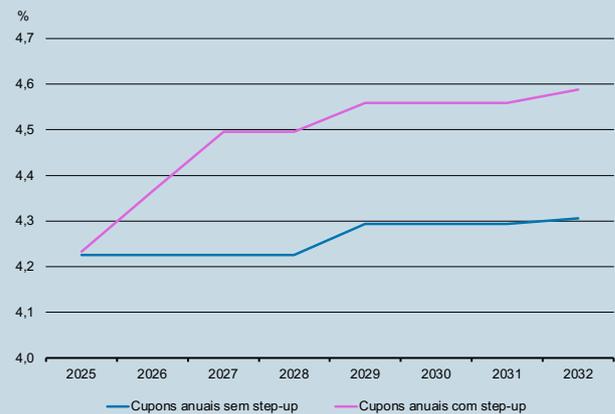


Gráfico 19 – Custo anual do estoque de SLB
 Cupons com e sem *step-up*



25 A estimativa do custo do *step-up* para as emissões de SLBs pelas empresas brasileiras adotou a premissa de descumprimento das metas em todas as emissões, com incidência do *step-up* a partir do ano subsequente ao do prazo para atingimento da meta. Para emissões com prazos intermediários, a referência para a aplicação do *step-up* foi o primeiro ano. Para emissões com mais de uma meta, a atribuição do *step-up* obedeceu ao prazo e *step-up* associado a cada uma delas.

Outro risco associado à emissão de títulos sustentáveis ou outros instrumentos voltados à mobilização de recursos para o financiamento de projetos ESG é o risco de *greenwashing*, que pode ser associado ao exagero ou deturpação do impacto dos projetos dessa natureza.²⁶ Entre os mecanismos de autorregulação²⁷ existentes de mitigação dessa prática, destaca-se a opinião de segunda parte (*second part opinion* – SPO). A SPO é um parecer emitido por um revisor externo, que confirma o alinhamento do título a padrões de emissão e divulgação internacionalmente aceitos.²⁸

Por meio da SPO, a vinculação entre o título e o financiamento do projeto sustentável (no caso de títulos GSS) ou a adequação das metas à estratégia (no caso dos SLBs) é confirmada pela empresa que a emite: 93% das emissões no mercado doméstico e 100% das emissões no mercado externo²⁹ apresentam SPO.

Considerações finais

O crescimento na emissão de títulos sustentáveis nos últimos dois anos – 2020/2021 – evidencia a importância desses instrumentos no contexto das Finanças Sustentáveis para a transição climática, uma vez que o uso dos recursos ou das metas associadas à emissão dos títulos GSSS está voltado à mitigação dos fatores com impacto negativo sobre o clima e meio ambiente. O compromisso de redução de gases de efeito estufa está presente em mais da metade das emissões realizadas pelas empresas brasileiras no mercado externo.

Além dos benefícios claramente associados à destinação dos recursos levantados ou às metas sustentáveis perseguidas, que contribuem para os objetivos climáticos, os títulos sustentáveis trazem outros benefícios: (i) ao emissor, pois conferem acesso a uma base mais ampla de investidores e têm custo inferior aos títulos convencionais; (ii) ao mercado doméstico, porque apresentam potencial de contribuir para o seu desenvolvimento devido ao interesse global dos investidores; e (iii) ao custo e acesso ao financiamento externo em um contexto de mudança na direção de política monetária dos países desenvolvidos: os títulos sustentáveis podem ter efeito compensatório sobre os efeitos de uma política restritiva, devido à demanda crescente e ao menor custo em relação aos títulos convencionais.

Apesar dos benefícios associados às metas de redução de gases de efeito estufa adotadas, a análise das metas dos SLBs pode levar ao questionamento se elas poderiam ser mais ambiciosas ou apresentar relação mais estreita com a estratégia de transição necessária ao setor do qual a empresa faz parte, de modo que ela contribua de fato com os objetivos climáticos do Brasil, estabelecido na sua Contribuição Nacionalmente Determinada (NDC) no âmbito do Acordo de Paris.

26 Definição adaptada a partir de Moody's – *Sustainable bonds on course to top \$1 trillion annual issuance in 2021*.

27 Outros mecanismos incluem: (i) taxonomias relacionadas à definição do que é sustentável para fins de financiamento por meio dos instrumentos financeiros ou recursos mobilizados com denominação de sustentável; (ii) princípios e *guidelines* que orientam a emissão dos instrumentos financeiros; e (iii) a certificação dos títulos. Com relação à taxonomia, ainda não há padrões globalmente aceitos – Tandon (2021) elenca e analisa as principais (*Transition finance: Investigating the state of play: a stocktake of emerging approaches and financial instruments* – OECD Environment Working Papers 179). A ICMA divulga desde 2014 princípios e *guidelines* para instrumentos financeiros sustentáveis (referências citadas em nota à Tabela 1). A CBI realiza certificação dos títulos (<https://www.climatebonds.net/certification>).

28 A CBI e a ICMA estão entre as entidades que divulgam padrões internacionalmente aceitos. A CBI confere um “selo” de verificador aprovado para os emissores de SPO que avaliam as emissões alinhadas aos padrões que ela divulga. Quatro empresas concentram a emissão de SPO para emissões no mercado doméstico (dado levantado junto à base NINT). Uma dessas empresas, que responde por 6% das SPOs emitidas, não apresenta esse selo, enquanto as três outras, que respondem por 97% das SPOs, são verificadores aprovados. Todas as cinco empresas emissoras de SPOs para as emissões no mercado externo apresentam aprovação pela CBI. A pesquisa da existência do “selo” de verificador aprovado foi realizada pelo nome da empresa emissora de SPO em: <https://www.climatebonds.net/certification/approved-verifiers>. Estudo da OECD compara padrões de classificação e divulgação emitidos por entidades públicas e privadas – OECD (2021). *Transition finance: Investigating the state of play: A stocktake of emerging approaches and financial instruments*. OECD Environment Working Papers 179.

29 Não foram localizadas SPOs no caso de reaberturas de título para o qual a emissão inicial apresentou SPO.

Em contraponto aos benefícios apontados, o financiamento por meio de títulos sustentáveis apresenta alguns riscos, entre eles o risco financeiro e o risco de imagem. O risco financeiro decorre do aumento no custo da dívida (*step-up* dos cupons) em caso de descumprimento das metas quando o financiamento acontece sob a forma de SLBs. O risco de imagem pode ser associado tanto ao descumprimento das metas como ao *greenwashing*, prática que coloca em risco a própria reputação do mercado de emissões sustentáveis.