



# café com sustentabilidade FEBRABAN

EDIÇÃO 42 | AGOSTO DE 2015



## ***GREEN BONDS:***

**Caminhos para se desenvolver  
um mercado de títulos 'verdes' de  
renda fixa no Brasil**

**FEBRABAN**

# Apresentação

## Caros Leitores

“*Green Bonds*: Caminhos para se desenvolver um mercado de títulos ‘verdes’ de renda fixa no Brasil”. O desafio de engajar o setor para tangibilizar essa temática em suas operações marcou o debate proposto pela 42ª edição do *Café com Sustentabilidade*, realizado pela FEBRABAN – Federação Brasileira de Bancos no dia 4 de agosto, em São Paulo (SP).

Um dos destaques do evento foi a apresentação do Estudo sobre *Green Bonds*, conduzido em parceria com o GVCes – Centro de Estudos de Sustentabilidade da Fundação Getulio Vargas. Os dados compartilhados contribuíram para que a mesa-redonda – que reuniu especialistas de mercado – avançasse na discussão sobre a importância de identificar novas alternativas de negócios e novos instrumentos, que permitam alavancar o direcionamento de capitais para a Economia Verde.

Boa leitura!



## CRÉDITOS

### Redação

Agência Fato Relevante |  
Boutique de Comunicação

### Coordenação

Mário Sérgio Vasconcelos

### Projeto Gráfico

DX8 Publicidade

### Fotos

Rafael Resende

### Informações

respsocial@febraban.org.br



# Índice

Introdução 6

Annelise Vendramini 8

Painel Com Especialistas –  
Debate sobre principais  
pontos apresentados pelo  
Estudo sobre Green Bonds 20

Alexandre Castanheira 22

Élcio Ito 24

Valéria Areas Coelho 27

Claudio Avanian Jacob 30

Sérgio Machado 32

Encerramento 34

# Introdução

## Boas Vindas da FEBRABAN

A FEBRABAN – Federação Brasileira de Bancos tem tratado como uma de suas prioridades estratégicas o tema socioambiental. Em linha com esse propósito, a instituição dedicou a 42ª edição do evento *Café com Sustentabilidade*, realizada no dia 4 de agosto em São Paulo (SP), à discussão de um importante e desafiador tema: “Green Bonds: Caminhos para se desenvolver um mercado de títulos ‘verdes’ de renda fixa no Brasil.”

Na abertura do evento, Mário Sérgio Vasconcelos, diretor de Relações Institucionais da FEBRABAN, evidenciou os objetivos compartilhados pelo setor financeiro de forma geral. E salientou, dentro desse contexto, a relevância de se avançar no desenvolvimento de um mercado de *green bonds* no Brasil. “Pretendemos encontrar novas alternativas de negócios e novos mecanismos e instrumentos financeiros, que permitam alavancar o direcionamento de capitais para a Economia Verde.”

Segundo Mário Sérgio, esse movimento conta com o envolvimento da FEBRABAN e de outras entidades, como a Anbima – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais; a BM&FBOVESPA; a Abrapp – Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar; o CNseg - Confederação Nacional das Empresas de Seguros Gerais, Previdência Privada e Vida, Saúde Suplementar e Capitalização; bem como do Ministério da Fazenda e do Ministério do Meio Ambiente.

“Quando esse direcionamento de capitais acontecer, estaremos dando um passo importante, no sentido de

aumentar recursos intermediados pelo setor financeiro para a Economia Verde. E aqui, também, se coloca um desafio, principalmente para as áreas de negócios, que têm como missão encontrar novos produtos e novas formas de atender necessidades presentes e futuras, e até mesmo criar necessidades para os clientes e para os setores econômicos”, afirmou.

O 42º *Café com Sustentabilidade* teve sua programação dividida em duas partes. Em seu primeiro bloco, o destaque ficou para a apresentação dos principais pontos identificados pelo Estudo sobre *Green Bonds* (títulos verdes), conduzido pelo GVCes – Centro de Estudos em Sustentabilidade da Fundação Getulio Vargas. Annelise Vendramini, coordenadora do Programa de Sustentabilidade Global e Finanças Sustentáveis do GVCes, comentou o que foi apurado e revelado pelas pesquisas e

entrevistas com representantes do mercado no Brasil e fora do País.

Já na segunda parte, o evento reuniu especialistas de mercado, que debateram o tema dos *green bonds* e contribuíram com suas opiniões sobre o que foi apresentado pelo estudo, sinalizando aspectos prioritários para que esse mercado de fato se materialize. Participaram dessa mesa-redonda: Alexandre Castanheira (Morgan Stanley); Élcio Ito (BRF); Valéria Areas Coelho (Anbima); Claudio Avanian Jacob (BM&FBOVESPA); Sérgio Machado (Ministério da Fazenda).

Mário Sérgio estendeu seus agradecimentos ao suporte dado a esse processo pelo Grupo de Trabalho sobre *Green Bonds* da FEBRABAN – que conta com a participação do Banco do Brasil, Bradesco, Bradesco BBI, Itaú BBA, HSBC, JP Morgan, Santander, Caixa Econômica Federal e Rabobank. 🌱





# Annelise Vendramini

Coordenadora do Programa de Sustentabilidade Global e Finanças Sustentáveis do GVCes

Annelise Vendramini falou do amplo projeto conduzido conjuntamente pela FEBRABAN, pelo GVCes e pela UNEP (United Nations Environment Programme) que, desde 2014, aborda a conexão entre Economia Verde e a construção de um sistema financeiro sustentável. Segundo a coordenadora, o estudo sobre *green bonds* deu continuidade

neste ano às atividades previstas no escopo desse projeto. Na primeira etapa, descreve a coordenadora do GVCes, o estudo mergulhou fundo na experiência internacional com emissões de *green bonds* – que de 2007 a 2014 somaram internacionalmente US\$ 57,9 bilhões. É um mercado que começou na Europa e nos Estados Unidos e vem crescendo.

“O estudo é um trabalho estruturante, que visa contribuir para o estabelecimento de um mercado de *green bonds* no Brasil. É importante que esse trabalho seja construído de maneira conjunta e participativa”

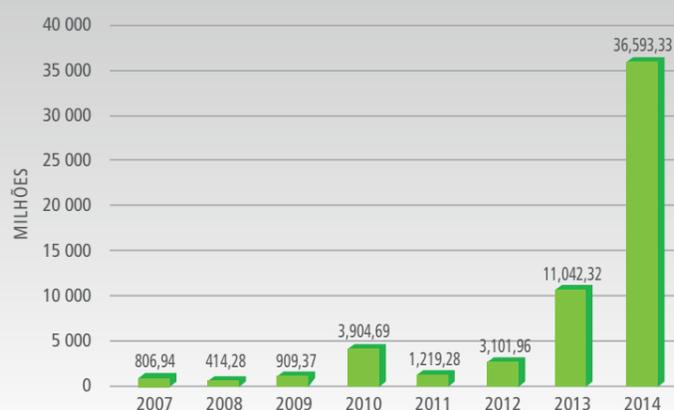


## CARACTERÍSTICAS DO MERCADO INTERNACIONAL DE GB

■ De 2007 a 2014, as emissões GB internacionalmente somaram 57,9 bilhões de dolares

■ Crescimento mundial das emissões de GREEN BONDS (milhões de US\$)

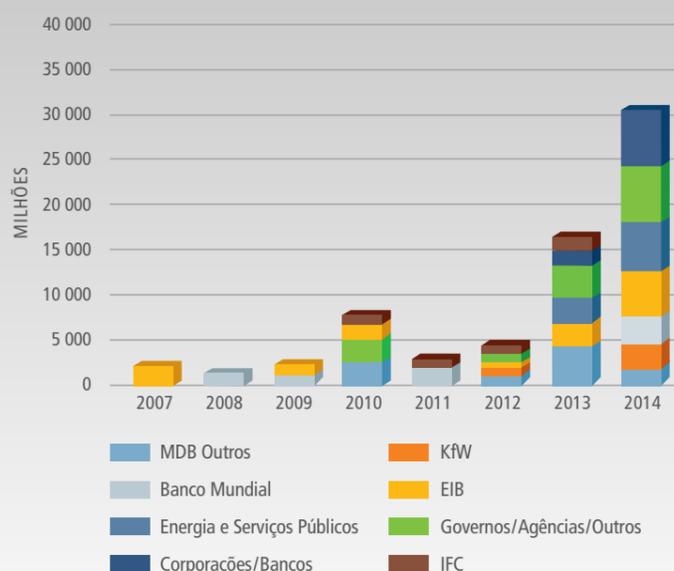
### Crescimento mundial das emissões de GREEN BONDS



FONTE: CLIMATE BONDS INITIATIVE

■ Principais emissores de GB no mercado mundial: EIB e o IBRD

■ Emissão anual de GB por tipo de emissor (milhões de US\$)



FONTE: BLOOMBERG, WORLD BANK

“Nos debruçamos primeiro nessa experiência internacional, peneiramos quais foram os principais aprendizados para trazer essa referência para o Brasil. A partir da realidade brasileira e das características do nosso país, vale avaliar o que pode ser ou não aplicável, quais os desafios e as oportunidades”, acrescentou Annelise.

### METODOLOGIA

Nesse contexto, a apresentação deu ênfase ao aspecto metodológico do estudo – que considerou a avaliação de extenso conteúdo, com mais de 10 prospectos analisados, além do que foi apurado nas entrevistas realizadas com especialistas do Brasil e do exterior.

“No Brasil, o foco era levantar e mapear algumas características do mercado brasileiro. No exterior, procuramos entender algumas características das emissões internacionais”, explicou. Nesse trabalho conjunto, estiveram envolvidas equipes da FEBRABAN e do GVCes. “O estudo é um trabalho estruturante, que visa contribuir para o estabelecimento de um mercado de *green bonds* no Brasil. É importante que esse trabalho seja construído de maneira conjunta e participativa”, complementou.

O estudo ouviu mais de 30 instituições. Segundo a coordenadora do GVCes, a pesquisa foi extensa para evitar trazer

soluções que pudessem ser superficiais ou não-aplicáveis à realidade brasileira ou às características do mercado local. Entre as instituições nacionais, foram entrevistados 15 representantes da Abrapp, Anbima, Banco do Brasil, BM&FBOVESPA, BTG, Caixa Econômica Federal, CNseg, CVM, Itaú BBA, Itaú Unibanco Asset, Ministério da Fazenda, Previ, PRI, Santander Brasil e Santander Asset. Foram 12 entrevistas internacionais com Banco Mundial, BOAML, Citi, Climate Bonds Initiative, JP Morgan, KPMG, ICMA, IDB, IFC, Morgan Stanley, Santander UK e Vigeo.

### EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL

Annelise resgatou a trajetória internacional dos *green bonds* – um mercado que surgiu fora do Brasil, por volta de 2007. Muito ligado ao tema de mudanças climáticas, foi movido pelo objetivo de financiar projetos que reduzissem emissões de gases do efeito estufa, por meio de títulos de dívida corporativa.

De acordo com o estudo, um dos dados observados foi o pico atingido pelas emissões de *green bonds* em 2014, que chegaram a US\$ 37 bilhões. Outro ponto que chamou a atenção está relacionado à mudança perfil de projetos financiados pelos *climate bonds* – papéis que eram mais ligados às mudanças climáticas

e, gradativamente, evoluíram para a denominação de *green bonds* e foram incorporando projetos de sustentabilidade de ordem mais geral. Os grandes emissores eram agências multilaterais e os bancos de desenvolvimento. A partir de 2011, nota-se também uma mudança no perfil do emissor, considerando as emissões corporativas dentro do contexto de evolução desse mercado.

“Cabe destacar ainda que, embora esteja crescendo e chamando a atenção, o mercado de *green bonds* ainda é um mercado de nicho, se comparado ao mercado de renda fixa total. Ele representa 1% do mercado de renda fixa”, salientou Annelise.

### CLASSIFICAÇÃO

Para que possa ser classificado como *green bond* no mercado internacional, um título de renda fixa precisa conter adicionalidades socioambientais. “Em 2007, os *green bonds* surgiram com o carimbo de clima e com projetos ligados à redução de emissão de gases do efeito estufa. Hoje, os *climate bonds* continuam fazendo parte dos *green bonds*, mas essa caracterização evoluiu para projetos que tenham qualquer adicionalidade de cunho socioambiental ou mesmo que estejam associados a emissões corporativas dentro de uma estratégia

de sustentabilidade, como foi o caso da Unilever”, ressalta.

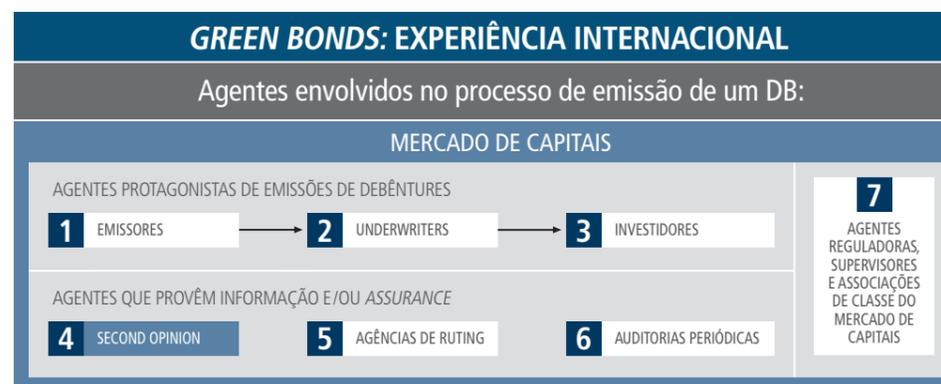
Annelise comenta sobre a tipologia de *green bonds* observada no mercado internacional. É possível, em tese, ter uma emissão verde desde que tenha uma adicionalidade socioambiental, que essa adicionalidade possa ser verificada por uma terceira parte, que se tenha indicadores de desempenho claramente definidos e que possam ser acompanhados ao longo da vida do projeto financiado.

Entre os exemplos citados estão os projetos classificados como elegíveis para títulos verdes pelo European Investment Bank (EIB) – um dos principais emissores de *green bonds*. Esses projetos começaram associados a temas relacionados às mudanças climáticas, como energia renovável, transporte, agricultura.

“Nos mercados mais maduros, essa discussão de sustentabilidade está muito mais calcada nas questões ambientais. Chamam a atenção temas como eficiência energética, energia renovável, transporte ferroviário, em que se tem a alteração da matriz de transporte para uma matriz mais limpa ou mais verde, e agricultura. Já no mercado brasileiro, quando falamos de sustentabilidade, temos as questões socioambientais”, cita.

#### DIFERENCIAIS DO PROCESSO DE EMISSÃO

O processo de emissão de um *green bond* é o mesmo do modelo tradicional de um título de renda fixa. Integram



FONTES: GV CES

esse processo, como protagonistas, os emissores, os *underwriters* e os investidores, que vão demandar esses títulos. O diferencial é a incorporação do chamado *Second Opinion* entre os agentes provedores de informações e de *assurance*.

O *Second Opinion* dá a sua opinião sobre o projeto – dizendo se ele é elegível ou não, e se tem mesmo características verdes ou não. Sua opinião antecede, no fluxo do processo, a avaliação das agências de rating – que vão dizer qual é a qualidade do crédito em questão – e as auditorias periódicas, que atendem à necessidade do emissor de ter auditadas as suas demonstrações financeiras.

Além de apontar se um determinado projeto tem realmente uma adicionalidade ambiental ou não, o *Second Opinion* também sinaliza quais indicadores de desempenho (KPIs) deveriam ser monitorados

nas auditorias periódicas. “O recomendável é que as instituições façam, no âmbito dos seus relatórios de sustentabilidade e demonstrações financeiras padronizadas, uma auditoria dos indicadores de desempenho associados à emissão de um *green bond*”, explica Annelise.

No cenário internacional, a inclusão do *Second Opinion* e das auditorias periódicas pode representar um

acréscimo de um ou dois meses no prazo total. Já em relação a custos, o estudo apurou que essas duas etapas adicionariam de US\$ 70 mil a US\$ 100 mil.

“O aumento no prazo da emissão, para os mercados internacionais, não chega a ser um problema, mesmo porque é colocada mais rapidamente do que as emissões do mercado brasileiro. Quanto ao custo adicional, dependendo do tamanho da emissão, não é um montante que inviabilizaria uma emissão de *green bonds*”, avalia.

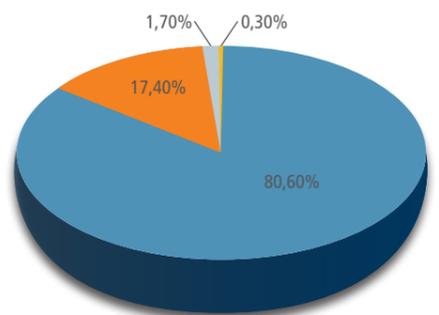
#### GREEN BONDS: EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL

TIPO	DESTINO DOS RECURSOS	GARANTIAS DOS TÍTULOS
<i>Green Use of Proceeds Bonds</i>	Destinado a projetos sustentáveis	Garantido pelo emissor, e avaliação e nota de risco de crédito por agências independentes
<i>Green Use of Proceeds Revenue Bonds</i>	Destinado a projetos sustentáveis	Fluxo de caixa do projeto como garantia da operação
<i>Green Project Bonds</i>	Projeto sustentável específico	Ativos do projeto e informações financeiras
<i>Green Securitized Bonds</i>	Green Securitized Bonds	Grupos de ativos e fluxo de caixa

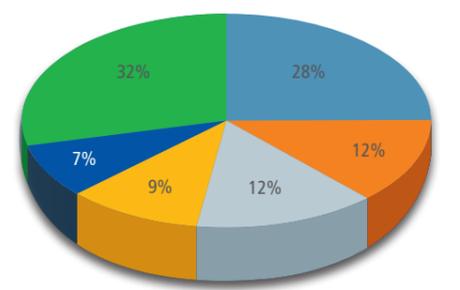
FONTES: CLIMATE BONDS INITIATIVE

#### CARACTERÍSTICAS DO MERCADO INTERNACIONAL

Projetos de energia renovável e eficiência energética lideram os investimentos captados por meio de emissões de GB no mundo.



Destino dos recursos captados pelo EIB via emissão de GB.



FONTES: CLIMATE BONDS INITIATIVE

## REMUNERAÇÃO X RISCO

Em termos de remuneração dos *green bonds*, o binômio risco x retorno é absolutamente respeitado, sem diferenciação quando comparado aos títulos tradicionais. Entretanto, entrevistas com alguns investidores revelaram um indicador não esperado: eventualmente pode haver percepção de risco adicional, por ser um *green bond*. “Projetos de infraestrutura baseado em tecnologias mais recentes, e inovadoras, podem levar a uma percepção de maior risco por parte do investidor, mas não significa que seja assim em todos os projetos”, esclareceu Annelise.

Nesse mapeamento do mercado internacional, o estudo identificou diversos níveis de maturidade e de remuneração pré e pós fixada, em linha com papéis tradicionais. De acordo com Annelise, este é um fato curioso. “Esperávamos encontrar prazos mais longos para *green bonds*, uma vez que estão geralmente relacionados a projetos de infraestrutura em geral. Nossa expectativa era de encontrar títulos de prazos maiores. Vimos, inclusive, títulos de um ano”, ressalta a coordenadora do GVCes.

Do ponto de vista do emissor, a reputação foi percebida como questão prioritária. Isso se transforma em ganho reputacional à medida que dá maior visibilidade ao modo como o emissor de um *green bond* está tangibilizando sua estratégia de sustentabilidade.

Quando decide emitir um título *green bond*, essa emissão recebe o “carimbo” de que está sendo conduzida por uma empresa

sustentável e responsável, em linha com diretrizes de SRI (Socially Responsible Investment). “O risco que o emissor corre é o de assegurar que vai entregar a adicionalidade socioambiental proposta na emissão de seu *green bond*. Observamos que as empresas que emitiram *green bonds* já contam com uma gestão madura e estão capitalizando práticas que já vêm acontecendo há bastante tempo”, esclarece.

Um exemplo de projeto trazido pelo estudo do GVCes é o da Unilever. Foi uma emissão de *green bond* em 2014, utilizada como captação para viabilizar a implantação de elementos contidos na estratégia de sustentabilidade da companhia.

## DIVERSIFICAÇÃO DA CESTA DE INVESTIMENTOS

Entre as emissões recentes, o setor de *utility* aparece como um dos principais emissores, com maturidades e prazos bastante distintos. Segundo Annelise, um aprendizado oriundo do mercado internacional é que – quando se trata de uma emissão de *green bond* “o emissor” passa a ter acesso a uma categoria de investidores à qual ele não teria, se não

fosse pela emissão de um título verde. São os “investidores SRIs”, assim chamados porque têm o interesse de investir em empresas sustentáveis.

“Quando falamos de mercado de renda variável, esses são os investidores que estão no Dow Jones, no ISE e em outros índices de sustentabilidade em todo o mundo. Mas, na renda fixa, tinham certa carência de produtos. No caso dos *green bonds*, há exemplos de supersubscrição desses títulos, justamente porque o investidor SRI não tinha acesso a esse produto e passou a ter. Esse é um aspecto que vem chamando a atenção, principalmente no mercado internacional”, contextualizou.

Por outro lado, o estudo confirma o interesse de investidores tradicionais pelos *green bonds*. A razão não está na sustentabilidade em si, mas no que esse título oferece em termos de retorno adequado ao risco comparável aos outros títulos. Annelise enfatizou: “Independentemente da questão da sustentabilidade, o *green bond* tem que ser um bom título, um título que performa bem. O resto é adicionalidade e é muito bem-vindo. Isso faz com que um emissor ou uma

empresa interessada em emitir um *green bond* não perca investidores tradicionais, ganhando, ainda, a oportunidade de colocar o seu título entre os investidores SRIs”.

De acordo com investidores institucionais, o estudo revelou também que investir em *green bonds* é uma prática que tangibiliza a adesão a diretrizes como os Princípios para o Investimento Responsável (PRI) – demonstrando como materializam os compromissos assumidos.

## REGULAMENTAÇÃO E PROTOCOLOS

Dois principais padrões se destacam no mercado internacional para classificação de *green bonds*:

(\* *Green Bonds Principles* - Estão associados ao *International Capital Market Association* (ICMA) e são resultado do trabalho conjunto de investidores e *underwriters* que se reuniram para criar esses princípios. É um protocolo mais estrutural do que prescritivo, aplicado para dizer se o projeto é ou não é verde. Estabelece quatro critérios que devem ser atendidos pelo projeto: (1) onde vai ser utilizado o recurso, preferencialmente avaliado e certificado por uma terceira

\*O *Green Bonds Principles* tem 100 membros dentre investidores institucionais, emissores e *underwriters* nos mercados internacionais

parte; (2) como vai ser gerido o recurso que foi captado pela emissão do *green bond*; (3) qual vai ser o monitoramento e o (4) reporte permanente do uso desses recursos. “Uma vez informada qual é a adicionalidade socioambiental, se ela é verificável, com qual frequência vai reportar o uso dos recursos e isso for auditado por uma terceira parte, está bom porque o objetivo dos *Green Bonds Principles* é que as emissões sejam rápidas, assegurando celeridade e transparência a esse processo de emissão”, complementa Annelise.

*Climate Bonds Initiatives* – São mais prescritivas e partem de outro ponto de vista – que é o de contar com uma certificação de que está sendo seguido um determinado protocolo para atestar que o título em questão é verde. Contempla um conjunto de *standards*, muito alinhados aos do IFC do Banco Mundial. São *standards* detalhados para cada tipo de setor, um processo que ainda está em andamento.

**GREEN BONDS E O BRASIL**

Com base no mapeamento do mercado internacional, o estudo atesta que o *green bond* é como um “laço verde” em algo que já existe – que conta com uma adicionalidade, mas não cria uma nova categoria de produto de renda fixa. Esse referencial foi levado em conta ao olhar para o mercado brasileiro e as características do mercado de capitais e, em particular, as características do mercado de renda fixa do país.

“Temos um mercado que se desenvolveu desde que o BNDES surgiu, nas décadas de 1950 e 1960. O mercado de renda fixa disputa com o mercado de crédito bancário a forma de financiar as empresas. Não queríamos esquecer disso na nossa reflexão sobre como seria um *green bond* brasileiro e identificar qual seria a atividade para emitir um título de renda fixa no Brasil, seja ele *green* ou não”, afirma Annelise.

O mercado de renda fixa no Brasil é um mercado que, em 2003, era da ordem de R\$ 9 bilhões e cresceu muito. Em 2014 atingiu R\$ 150 bilhões. O mercado de debêntures representa 50% do mercado de renda fixa – era um mercado da ordem de R\$ 5 bilhões em 2003 e chegou a R\$ 72 bilhões em 2014.

A coordenadora do GVCes evidenciou a grande afinidade da debênture com os *green bonds*. Nesse contexto está o surgimento das debêntures de infraestrutura, em 2011 – que oferecem um benefício fiscal para o investidor pessoa física, estão associadas a determinados setores de infraestrutura e possuem uma correlação muito grande com o tema verde, como saneamento, energia, de mobilidade urbana.

As debêntures de infraestrutura representam hoje cerca de R\$ 3 bilhões – não são muito expressivas comparadas ao mercado total de debêntures. Segundo Annelise, o estudo se ateve a esse dado porque o mercado de renda fixa brasileiro lida com determinadas assimetrias em termos tributários. “Temos ativos que possuem incentivos tributários e fiscais e outros que não têm esse benefício, mas ambos concorrem pela atenção do investidor em um mercado que não é tão grande quanto, por exemplo, o mercado norte-americano. Levamos isso em conta na hora de fazer as proposições para um contexto brasileiro de *green bonds*”, diz.

Annelise organizou os desafios apontados pelo estudo em grandes níveis:

■ **Conjuntura econômica atual** – Nível da taxa de juros, taxa de inflação e baixa

atividade econômica são condições com as quais o mercado terá de lidar no curto e no médio prazos, fatores dificultadores para que as empresas se interessem em emitir *green bonds* ou mesmo para investidores que queiram tomar risco adicional – considerando o risco corporativo versus a compra de um título do governo federal, com rentabilidade semelhante.

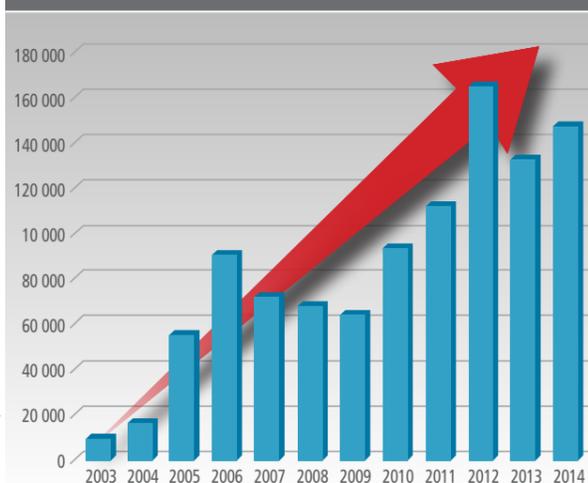
■ **Desafios estruturais ligados ao mercado de renda fixa no Brasil** – Evitar propostas de colocação que exacerbem assimetrias, discutindo a questão dos *green bonds* sempre associada à discussão do mercado de capitais como um todo. Quanto mais títulos de renda fixa, quanto mais o mercado de capitais estiver funcionando bem, melhor para os *green bonds*.

■ **Desafios específicos para *green bonds*** – De acordo com Annelise, ao viabilizar e resolver alguns desses desafios estruturais, viria na esteira a resolução para os desafios específicos elencados para a consolidação do mercado privado de *green bonds* no Brasil:

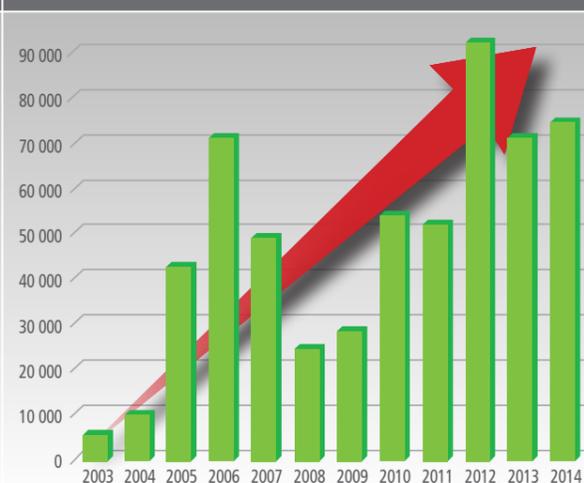
- 1 Patamar de competitividades dos títulos públicos (isenções fiscais, liquidez e menor risco);
- 2 Baixa liquidez do mercado secundário e poucos *players* no mercado;
- 3 Mercado de investidores concentrado, pouca participação de pessoa física e estrangeiros;
- 4 Processo de colocação mais longo que o tradicional devido à *Second Opinion*;

**O MERCADO BRASILEIRO DE TÍTULOS DE DÍVIDA E OS GB**

**Evolução do mercado de renda fixa no Brasil de 2003 a 2014 (R\$ bilhões)**



**Evolução do mercado de debêntures no Brasil de 2003 a 2014 (R\$ bilhões)**



Nota: Emissões de debêntures de leasing não estão incluídas.

**5** Necessidade de desenvolver modelos de emissões integrando organismos multilaterais e de fomento compondo garantias, subscrição parcial e apoio técnico (BNDES, IFC, Banco Mundial);

**6** Baixo nível de conhecimento do mercado sobre o “produto”.

Entre esses desafios, a coordenadora do GVCes mencionou a demanda de desenvolver o mercado secundário para os títulos de renda fixa. Nesse sentido, citou o trabalho da FEBRABAN – no âmbito desse trabalho e dessa discussão *sobre green bonds* – junto com outras entidades com a CNseg, Anbima, Abrapp, BM&FBOVESPA, compondo uma comissão intrassetorial para discutir o tema.

Uma característica que contribui para a limitação do mercado brasileiro é que 90% das colocações são absorvidas por fundos de investimentos, por investidores pessoa jurídica. “Temos uma baixa participação no Brasil dos investidores pessoa física. A busca por soluções para viabilizar os *green bonds* tem de levar em consideração quem são tradicionalmente os investidores no nosso país, e as suas características”, acrescentou.

#### PROPOSTAS

Com base nos dados apurados pelo estudo, Annelise listou as propostas para viabilizar o desenvolvimento de um mercado privado de *green bonds* no Brasil:

- Adotar diretrizes uniformes e alinhadas ao mercado internacional para

as emissões e talvez com adicionalidades e protocolos brasileiros;

- Buscar garantias e apoio proporcionados por instituições de fomento e organismos multilaterais e/ou nacionais. Algumas dessas organizações poderiam ser garantidoras e entrar em uma estruturação pioneira no Brasil. Todo mercado, quando é novo, traz insegurança para o investidor que está aprendendo a precificar aquele título e como avaliar risco/retorno. Contar com um agente garantindo esse processo é um facilitador importante;

- Identificar e desenvolver agentes *Second Opinion* atuantes no mercado nacional. Buscar um *Second Opinion* que está fora do país pode impactar ainda mais o prazo para colocação de um *green bond* no Brasil;

- Disseminar conceitos envolvidos em emissão de títulos verdes para que emissores, *underwriters* e investidores sejam mais ágeis na hora de fazer suas precificações e suas análises, porque já possuem essas informações.

#### PRÓXIMOS PASSOS: POR ONDE COMEÇAR?

O início do processo de emissões corporativas remete às empresas que claramente já possuem estratégias de sustentabilidade maduras e estão envolvidas com a causa há bastante tempo – a exemplo do que aconteceu no mercado internacional. A *debênture* é o título, por excelência, que cabe no contexto de um *green bond*, mas não descarta a possibilidade de se ter uma LCA ou uma

LCI verde. Contudo, dada a situação do Brasil, vale a pena incentivar a alavancagem desse mercado, mas considerando que esse incentivo não deva ser nem fiscal, nem tributário. Uma possibilidade a ser estudada na Resolução 476 da CVM é aumentar a gama de potenciais investidores no caso de uma oferta de *green bonds*. E para os emissores, acelerar ainda mais o *fast track* de emissores que já são recorrentes, com um prospecto registrado, agilizando assim o processo de colocação no mercado. “São pontos que encontramos ao longo da nossa pesquisa, que não implicam um incentivo fiscal ou tributário, e poderiam ajudar na alavancagem do lançamento desse produto”, complementa a coordenadora do GVCes.

O relatório final do Estudo sobre *green bonds* – com as pesquisas e dados coletados ao longo desse processo – foi apresentado em um seminário internacional, que discutiu amplamente a construção de um sistema financeiro global alinhado ao desenvolvimento sustentável, e à Economia Verde. O seminário promovido pela FEBRABAN com o apoio ao programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente (United Nations Environment Programme, sigla em inglês) e GVCES aconteceu no dia 21 de setembro e, posteriormente, o relatório foi disponibilizado no início de outubro.

Annelise compartilhou, no encerramento, sugestões de próximos passos. O objetivo é intensificar a discussão iniciada durante o 42º *Café com Sustentabilidade*:

Manutenção do Grupo de Trabalho de *Green Bonds*, no âmbito da FEBRABAN, e do diálogo intrassetorial com outras entidades;

- Ampla disseminação dessas informações a *underwriters*, investidores e emissores – quanto mais rápido as pessoas conhecerem os *green bonds*, maior a chance de precificarem bem esses títulos;

- Identificação de potenciais emissores por parte dos *underwriters* – quais são as empresas que poderiam interessar em ter um carimbo verde na sua estratégia de sustentabilidade, integrantes do ISE, DJSI e aderentes ao PRI e PSI;

- Identificar agentes e desenvolver o mercado de *Second Opinion* no Brasil;

- Especificar atividades elegíveis para a emissão de títulos verdes tendo como base os critérios estabelecidos no projeto “Alocação de capitais intermediados pelo setor financeiro brasileiro para a Economia Verde” (CNAE/CONAMA/UNEP);

- Abrir discussões com organismos multilaterais e de fomento para apresentação e engajamento no desenvolvimento do mercado nacional;

- Levar posicionamento e buscar soluções com o Ministério do Meio Ambiente, Ministério da Fazenda, Banco Central, e Comissão de Valores Mobiliários. 🌱



# Painel com especialistas – Debate sobre principais pontos apresentados pelo Estudo sobre *Green Bonds*

Paula Peirão, gestora de Projetos de Finanças Sustentáveis do GVCes, conduziu a discussão com os especialistas convidados, sobre os resultados apresentados pelo Estudo sobre *Green Bonds*.



# Alexandre Castanheira

Diretor Administrativo da Morgan Stanley

“Os investidores também se preocupam muito com a imagem deles ao investir nesse tipo de papel, porque é totalmente incompatível um escândalo ou um acidente envolvendo uma empresa que emitiu um *green bond*.”

Alexandre comentou como o Morgan Stanley está envolvido no mercado internacional de *green bonds* – um mercado relativamente novo, que só mais recentemente começou a crescer. Antes de compartilhar a experiência recente de participar da primeira emissão brasileira de *green bond*, feita pela BRF, o especialista chamou a atenção para a necessidade de ouvir os investidores e entender o seu interesse em financiar empresas, projetos ou situações que tenham compromisso com a sustentabilidade.

“O mercado se desenvolveu com as agências multilaterais e os bancos de desenvolvimento fazendo as primeiras emissões. Parece um caminho natural, porque a discussão nessas emissões acaba sendo o aspecto verde. Quando partimos para uma emissão corporativa, isso adiciona outro elemento de risco à análise, que é o elemento de risco de crédito. Alguns investidores de fundos de ativos verdes, por exemplo, só compram papéis *investment grade*. Ou seja, querem lidar com risco de sustentabilidade, com o monitoramento do projeto, com o uso do dinheiro, com todos esses aspectos relacionados com o lado sustentável”, ressaltou.

Sobre o perfil do investidor, Alexandre acredita que o segmento de pessoas físicas não vai figurar entre grandes atores desse mercado, predominando nesse cenário os investidores institucionais. Ainda no caso brasileiro, ele avalia como relevante o papel que o BNDES pode desempenhar nesse mercado, atuando nas duas pontas – como investidor e fomentador – como a instituição já faz nas debêntures de infraestrutura e em outros tipos de emissão.

O *green bond* da BRF repercutiu positivamente junto a outras empresas – afirmou o diretor geral da Morgan Stanley – que já estavam olhando para esse processo. Nesse contexto, ele salienta o que considera “o pulo do gato no final da emissão”: o cuidado, o controle e o monitoramento na hora de analisar e definir em quais projetos é possível investir.

“A empresa, por seu lado, tem a imagem positiva pela própria validação do trabalho que muitas vezes já é feito dentro de casa, com o objetivo de sustentabilidade. Por outro lado, os investidores também se preocupam muito com a imagem deles ao investir nesse tipo de papel, porque é totalmente incompatível um escândalo ou um acidente envolvendo uma empresa que emitiu um *green bond*”, diz.

Nesse contexto, o próprio rigor para cumprir com a legislação ambiental brasileira também contribuiria para qualificar as empresas que estariam prontas para seguir adiante com os *green bonds*. Mas o apetite para desenvolver esse mercado – em médio e longo prazo, na sua visão – está nas mãos dos investidores.

“O investidor é o grande *driver* desse processo. É quem vai decidir, quem vai dar o apelo e determinar o apetite ou não para fazer esse tipo ou não de emissão. Se pudermos ter aqui um indutor dessa demanda, por meio de fundos de pensão ou dos bancos de varejo, combinados com o BNDES, pode ser um caminho para começar a se desenvolver a prática de *green bonds* no Brasil”, finalizou. 🌱

# Élcio Ito

## Diretor de Finanças e Relações com Investidores da BRF

Para dar sequência ao painel, Élcio compartilhou aspectos que marcaram a emissão do primeiro *green bond* da BRF – que estreou esse mercado localmente e tem a oportunidade de ser um dos atores para consolidá-lo no Brasil. Inicialmente, ele contextualizou como os pilares estratégicos, que fundamentam o que a BRF chama de “cadeia sustentável”, motivaram a empresa a conduzir esse processo.

“Alguns desses componentes, tais como sustentabilidade, inovação e marca, são grandes *drivers* da estratégia da BRF. Para uma empresa de alimentos, a questão da sustentabilidade é intrínseca ao sucesso de longo prazo do nosso negócio. Por conta disso, talvez o nosso processo tenha sido um pouco mais *fast track*. Já tínhamos todos os elementos definidos e enraizados na companhia para viabilizar essa emissão”, explica.

A estreia do *green bond* foi, também, a primeira operação em euros realizada pela BRF. Segundo Élcio, a decisão de fazer uma emissão *green* foi tomada no último momento e com um *timing* curto: pouco

mais de duas semanas desde o *kick-off*. A seleção do *Second Opinion* levou à escolha da *Sustainalytics* para viabilizar esse processo – e que acabou sendo, também, sua primeira experiência na América Latina.

### BRF: PRIMEIRA EMISSÃO PRIVADA DE GBs NO BRASIL

Emissor das notas: BRF S.A.

Valor: 500 MM de Euros

As notas não serão vendidas no Brasil – ofertas a investidores institucionais

Cupons anuais com juros de 2,750% a.a. (Yield to maturity 2,822%)

Lançamento em junho 15 com vencimento em junho 22 (7 anos)

Obrigações senior sem garantia

Bancos participantes: Morgan Stanley, BNP Paribas, Santander, BOFAML, Deutsche e Citi

Second Opinion: Sustainalytics

Destinação de recursos: projetos nas áreas de eficiência energética, energia, redução da emissão de gases de efeito estufa, energia renovável, gestão do uso da água, uso de embalagens sustentáveis, gestão de áreas florestais e redução do uso de matérias primas

“Alguns desses componentes, tais como sustentabilidade, inovação e marca, são grandes *drivers* da estratégia da BRF. Para uma empresa de alimentos, a questão da sustentabilidade é intrínseca ao sucesso de longo prazo do nosso negócio.”

# Valéria Areas Coelho

## Superintendente de Representação Técnica da Anbima



A BRF optou pela emissão de um *green bond* de 500 milhões de Euros, com prazo de sete anos, para investir esse montante de recursos em projetos *green* que vão além do que os requerimentos legais e a regulamentação ambiental estabelecem. Participaram dessa operação seis bancos internacionais: o Morgan Stanley, o Bank of America, o Citi, o Santander, o BNP e o Deustche.

Na visão de Élcio, há um efeito reputacional positivo, mas prevalece o diferencial de tangibilizar o compromisso interno da companhia com a sustentabilidade. “Falamos muito sobre esse compromisso com a sustentabilidade nas apresentações da área de relações com investidores, mas é diferente quando colocamos na mesa 500 milhões de Euros que estou investindo em projetos *green* e mostrando isso para o mercado

de capitais de forma efetiva e com muito mais dados e fatos”, ressalta. A BRF dispõe de um *guidance* de R\$ 1,85 bilhão em investimentos neste ano – e grande parte deles já está vinculada à questão verde, com projetos de reuso de água e fontes renováveis de energia.

Olhando para o mercado brasileiro, a disseminação do conceito de *green bond* é extremamente importante – sinaliza Élcio. Sua recomendação, no que diz respeito à padronização de classificação do que é ou não *green*, é não distinguir demais esse processo em relação ao mercado internacional. “Estamos em um mundo globalizado e deveríamos ir para um caminho de seguir os princípios que já estão estabelecidos e que são conhecidos internacionalmente. Muita diferenciação pode resultar em um descrédito do produto ou do processo brasileiro.”

“Não conseguimos levar nenhum projeto à frente se não tivermos a concordância de investidores, dos emissores, e dos próprios agentes reguladores.”

Valéria Areas Coelho (Superintendente de Representação Técnica da Anbima)



Valéria parabenizou a iniciativa da FEBRABAN e do GVCes de propor esse debate sobre os *green bonds* brasileiros, porque constitui um projeto que não se sustenta se não for conduzido por meio de uma ampla discussão.

“Não conseguimos levar nenhum projeto à frente se não tivermos a concordância de investidores, dos emissores, e dos próprios agentes reguladores”, afirmou.

Do ponto de vista do investidor, Valéria comentou que hoje 15 a 20 grandes *assets* são aderentes ao PRI. Juntas, essas 20 grandes *assets* respondem por 90% de uma indústria de R\$ 2,7 trilhões. Da mesma forma, todos os fundos de pensão – que respondem por um mercado de aproximadamente R\$ 800 bilhões – já aderiram ao PRI. Esse alinhamento é um indicador de interesse por papéis verdes.

“Um pequeno percentual desse total, sendo investido nos *green bonds* brasileiros, certamente vai dar um impulso importante para esse mercado. Por isso é importante construirmos algo que não seja visto como mais uma ‘jabuticaba brasileira’ e que seja de interesse de todos. Vamos precisar de uma conjuntura mais estável para fazer esse mercado pegar. Acho que o que estamos construindo aqui é um pano de fundo para a hora que tivermos uma economia mais estabilizada, para conseguir de fato fazer esse mercado brasileiro avançar”, avalia.

Em relação aos desafios estruturais apontados pelo estudo do GVCes, Valéria evidenciou a agenda que vem sendo trabalhada pela Anbima, em conjunto com o Ministério da Fazenda, para a construção



de um pano de fundo para deslanchar o mercado de capitais brasileiro, na hora que a economia permitir.

“Não dá mais para sustentarmos a quantidade de financiamentos de longo prazo de que o país precisa, seja em qualquer setor, sem uma participação forte do mercado de capitais. Temos de atacar questões como diversidade, complexidade, distorções, especialmente das regras tributárias. São questões como essas que têm de estar na mesa. O Brasil não tem mais espaço para que os investidores continuem sentados nesse conforto de liquidez diária, rentabilidade alta e risco baixo. Essas são coisas que não combinam com o que estamos falando aqui, de desenvolvimento e da importância do mercado de capitais nesse processo”, apontou.

Assim como outros participantes do painel, a superintendente da Anbima reforçou sua concordância em relação a não se criar uma regra diferenciada para os *green bonds*. Na sua visão, isso traz “mais complexidade, mais dificuldade de compreensão, mais assimetria entre os diversos produtos”. Ela citou o projeto de revisão tributária que a consultoria PWC está conduzindo para a Anbima, que contemplará o envio de propostas ao governo federal até 2018.

A discussão sobre os *green bonds* brasileiro vem reforçar e complementar aspectos importantes dessa agenda mais ampla de evolução do mercado de capitais – diz Valéria. Ela citou a parceria com a CVM para programas de distribuição com registro automático para emissores frequentes, utilizado

para dívidas corporativas, e que serviria também para agilizar a emissão de *green bonds*. E destacou ainda como o projeto de padronização de debêntures, já em andamento, possibilitaria trazer os *green bonds* para dentro desse contexto de escritura padronizada, o que facilitaria muito a compreensão desses investimentos e, portanto, a melhor precificação desses ativos.

“Não podemos nos esquecer do apetite dos investidores institucionais – seja fundos de investimentos, fundos de ações ou segurados – porque esses veículos carregam um caminhão de recursos. Extraíndo todas idiosincrasias do mercado brasileiro, conseguiremos carrear *funding* para os investimentos produtivos, para os investimentos sustentáveis”, concluiu. 🌱



# Claudio Avanian Jacob

## Diretor Comercial e de Desenvolvimento de Mercado da BM&FBOVESPA

Entre os pontos revelados pelo estudo do GVCes, Claudio vê como prioridade reverter a tendência de que há investidores que caracterizam os *green bonds* com um risco maior.

“Esse é um fato que temos de resolver. Na verdade, o *green bond* não oferece um risco maior, mas é a natureza do projeto que engloba um risco diferenciado. Esse é o tipo de crença que temos de mudar, à medida que o processo for evoluindo, para não matar o produto”, afirmou.

A partir da sua experiência no mercado de capitais e no mercado financeiro, Claudio fez um paralelo entre a construção do mercado de *green bonds* e a evolução da governança corporativa. Foi preciso acontecer uma série de situações

negativas envolvendo empresas, para que esse tema deixasse de ser visto como ideologia e o controle e a transparência dos processos passassem a ser percebidos como fatores que protegem o mercado financeiro – o qual passou a precificar melhor as empresas com níveis mais altos de governança corporativa. Fazer acontecer exigiu paciência.

“Sou muito pragmático porque futuramente os *green bonds* vão caracterizar projetos que terão ou um retorno maior ou um risco menor. Isso vai gerar uma formação de poupança dedicada a esses projetos. Na hora de fazer a precificação de um *green bond*, o diferencial será o selo verde”, finalizou. 🌱



“Na verdade, o *green bond* não oferece um risco maior, mas é a natureza do projeto que engloba um risco diferenciado. Esse é o tipo de crença que temos de mudar, à medida que o processo for evoluindo, para não matar o produto.”



# Sérgio Machado

Coordenador Geral  
de Sistemas Financeiros da  
Secretaria de Política Econômica  
do Ministério da Fazenda

“Não será criado um outro papel. Estamos falando de uma LCA verde, de uma debênture de infraestrutura verde. Vamos usar as estruturas que já temos, sejam elas incentivadas ou não.”

Sérgio compartilhou com os participantes o recado de que serão utilizadas as estruturas já existentes para a implementação e consolidação dos *green bonds* no Brasil. “Não será criado um outro papel. Estamos falando de uma LCA verde, de uma debênture de infraestrutura verde. Vamos usar as estruturas que já temos, sejam elas incentivadas ou não”, esclareceu.

Sobre a certificação para validar como elegível um título *green*, sua recomendação é para que esse processo aconteça totalmente no âmbito privado.

“Ao envolver o setor público, o processo ganhará burocracia, perderá tempo. Essa certificação tem de avançar no âmbito privado, fazendo com que o setor se organize para conduzir esse processo da melhor maneira possível”, ponderou o coordenador do Ministério da Fazenda.

A recente mudança na resolução da CVM não foi capaz de motivar as seguradoras a comprarem papéis privados no Brasil, o que as incluiria entre os investidores institucionais atuantes no mercado de *green bonds*, ao lado dos fundos de pensão e dos fundos mútuos, a exemplo do que se observa no mercado internacional. “Mas não vamos abrir mão da importância da pessoa física nesse processo”, frisou Sérgio. Segundo ele, o trabalho conduzido conjuntamente a Anbima tem como foco uma pulverização, que acaba sendo garantida pela maior participação da pessoa física nos investimentos.

No que diz respeito ao BNDES como

comprador desse papel, a instituição deve atuar como investidor-âncora – participando do *book*, mas não subscrivendo o volume total. “Não queremos que o BNDES mate o mercado de capitais, queremos que ele auxilie o desenvolvimento desse mercado”, complementa Sérgio.

Iniciativas que fomentem a demanda por *green bonds* devem ser muito bem analisadas para não surtir efeito contrário. “Podemos até trabalhar no nível infralegal, e avançar nas resoluções do CMN para direcionar recursos adicionais dos fundos de pensão, das seguradoras. Mas sou um pouco cético quanto a isso. Acredito que, se eles quiserem participar, eles vão participar. Forçar nem sempre dá certo e pode gerar até um efeito contrário do que se imaginava”, comenta.

Já com relação ao *timing* da consolidação de um mercado de *green bonds*, o coordenador do Ministério da Fazenda se diz mais otimista. No entanto, a conjuntura econômica atual não é favorável, segundo ele, não só para *green bonds*, como para qualquer papel privado.

“Imaginando um cenário com uma conjuntura um pouco mais favorável, o carimbo verde pode ser interessante para as empresas que vierem primeiro. O processo é inexorável: daqui a 10 ou 20 anos, vamos discutir quem vai comprar o que não seja *green*. Então, quem sair na frente talvez tenha alguma vantagem, não necessariamente em taxa, mas em reputação”, concluiu. 🌱

# Considerações Finais-GVCes e FEBRABAN

encerramento

Ao final, Paula Peirão agradeceu a todos pela participação extremamente rica e pelos pontos colocados, não só para a construção do relatório divulgado em outubro, mas para o processo de consolidação dos *green bonds* brasileiros. “Como vimos aqui, existem desafios. Essa é uma agenda estruturante e será necessária a participação de todos os atores envolvidos nesse processo, para que consigamos viabilizar e construir esse mercado no Brasil”, afirmou.

No encerramento do 42º *Café com Sustentabilidade*, Mário Sérgio Vasconcelos fez uma convocação a todo o público presente no evento. “Todos estão desafiados, desde já, a tornar esse tema tangível, para transformá-lo efetivamente em algo que possa ser usado pelas instituições, pelos nossos clientes e pelos nossos mercados no menor prazo possível. A contribuição de todos os integrantes deste painel foi excepcional. Precisávamos ouvir de quem está fazendo, como está fazendo e por que está fazendo”, declarou.

Mário Sérgio recordou o trabalho conduzido pela FEBRABAN para identificar o volume de capitais intermediados pelos bancos para a Economia Verde. Um primeiro número, baseado nos códigos do PNI, foi levantado – e configura uma ótima pista para definir qual projeto é merecedor de *green bonds*. Outro aspecto salientado foi a questão do risco. Segundo ele, quanto melhor for o gerenciamento de risco, menor será o próprio risco.

“Não creio que empresas que já tenham boa governança, uma gestão de risco de qualidade e um foco claramente definido nas questões sustentáveis representem maior risco. Pelo contrário, oferecem menor risco para o investidor e para o banco. Acredito que estamos realizando um trabalho pioneiro, mas que precisa efetivamente do engajamento de todo o setor”, finalizou o diretor de Relações Institucionais da FEBRABAN. 🌱



