

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE
FACULDADE DE DIREITO

GUSTAVO DUTRA FERREIRA

GREENWASHING OU SUSTENTABILIDADE?
ESTUDO DOS TÍTULOS VERDES EMITIDOS POR COMPANHIAS BRASILEIRAS

SÃO PAULO

2022

GUSTAVO DUTRA FERREIRA

***GREENWASHING* OU SUSTENTABILIDADE?**

ESTUDO DOS TÍTULOS VERDES EMITIDOS POR COMPANHIAS BRASILEIRAS

Trabalho de Conclusão do Curso apresentado à Faculdade de Direito da Universidade Presbiteriana Mackenzie, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Direito.

Orientadora: Profa. Dra. Ana Flávia Messa

GUSTAVO DUTRA FERREIRA

Trabalho de Conclusão do Curso apresentado à Faculdade de Direito da Universidade Presbiteriana Mackenzie, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Direito.

Aprovado em:

BANCA EXAMINADORA

Professora Doutora Ana Flávia Messa

Professor(a)

Professor(a)

SÃO PAULO

2022

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço aos meus pais, Ruyvaz e Adriana e ao meu irmão Eduardo, pelo amor e carinho incondicionais estendidos ao longo da vida e o apoio na minha trajetória acadêmica.

Dedico agradecimentos especiais à Lívia, cujo amor, compreensão e apoio foram, são, e continuarão sendo essenciais para mim na minha trajetória de vida, e a quem admiro imensamente.

À Irene, Elaine, Conceição e um sem-número de pessoas, às quais, ao exercer o trabalho de cuidado, me permitiram a possibilidade de dedicação exclusiva à atividade profissional e intelectual.

Aos amigos inseparáveis que fiz dentro e fora da faculdade, cuja amizade e camaradagem mútua são essenciais no dia a dia.

“Fomos nos alienando desse organismo de que somos parte, a Terra, e passamos a pensar que ele é uma coisa e nós, outra: A Terra e a humanidade. Eu não percebo onde tem alguma coisa que não seja natureza. Tudo é natureza. O cosmos é natureza. Tudo em que eu consigo pensar é natureza.”

(Ailton Krenak, Ideias para Adiar o Fim do Mundo)

GREENWASHING OU SUSTENTABILIDADE?

ESTUDO DOS TÍTULOS VERDES EMITIDOS POR COMPANHIAS BRASILEIRAS

Gustavo Dutra Ferreira

Resumo: O presente trabalho tem como objetivo o estudo do financiamento privado sustentável realizado pelas companhias brasileiras atuantes no mercado de capitais através dos títulos verdes e os *sustainability-linked bonds*. O trabalho definirá o avanço do conceito de sustentabilidade, contextualizando a iniciativa sustentável nos principais marcos de desenvolvimento sustentável da Organização das Nações Unidas, passando a definir as maneiras de captação de recursos no mercado de capitais e seus marcos legais, e prosseguirá com enfoque nos mecanismos utilizados para atingir metas sustentáveis ou de redução de emissão de gases do efeito estufa.

O trabalho, ainda, buscará elucidar o funcionamento dos títulos verdes e os meios de consecução das metas de sustentabilidade, bem como os mecanismos de prestação de contas à sociedade e aos investidores, além de realizar análise principiológica de uma amostra dos títulos verdes emitidos por empresas brasileiras no mercado de capitais brasileiro e internacional, baseando-se na doutrina jurídica e na aplicação analógica. O trabalho se valerá de fontes de pesquisa disponibilizadas publicamente por empresas especializadas em sustentabilidade, além de utilizar o padrão de referência para títulos verdes e sustentáveis emitidos no mercado de capitais.

Palavras-chave: sustentabilidade, títulos verdes, mercado de capitais

Abstract: This article aims to study the sustainable private financing of capital markets through green bonds and sustainability-linked bonds. The article starts by detailing the evolution of the concept of sustainability through the main sustainable development goals set by the United Nations, going on to define the main fundraising means for reaching sustainable goals or greenhouse gas emissions reductions.

This article will aim to understand the workings of green and sustainable bonds and the manner by which they seek to accomplish their sustainability goals, accountability mechanisms to society and investors, as well as conduct a principle-based analysis of a sample of the green bonds issued by Brazilian companies in national and international capital markets, based on legal doctrine and analogue application. This article will utilize publicly available research material elaborated by sustainability-specialized companies, as well as the reference standard for green and sustainable bonds principles issued in the capital markets.

Key words: sustainability, green bonds, capital markets

Data de Submissão:

Data de Aprovação:

LISTA DE ABREVIATURAS

ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
CEBDS	Conselho Empresarial Brasileiro para o Desenvolvimento Sustentável
CRA	Certificado de Recebíveis do Agronegócio
CRI	Certificado de Recebíveis Imobiliários
GBP	Princípios dos Títulos Verdes (<i>Green Bond Principles</i>)
ICMA	Associação Internacional do Mercado de Capitais (<i>International Capital Markets Association</i>)
IPCC	Painel Intergovernamental para a Mudança de Clima (<i>Intergovernmental Panel on Climate Change</i>)
KPI	Indicador-Chave de Desempenho (<i>Key Performance Indicator</i>)
ONU	Organização das Nações Unidas
SLB	Título Vinculado à Sustentabilidade (<i>Sustainability-Linked Bond</i>)
SLBP	Princípios dos Títulos Vinculados à Sustentabilidade
SPT	Metas de Desempenho de Sustentabilidade (<i>Sustainability Performance Targets</i>)

INTRODUÇÃO	1
1.0 CONCEITO DE SUSTENTABILIDADE	2
2. TÍTULOS VERDES	5
2.1. DEFINIÇÕES PRELIMINARES	5
2.1.1. Valores Mobiliários	5
2.1.2 Debêntures	6
2.1.3. Certificados de Recebíveis Imobiliários	7
2.1.4 Certificados de Recebíveis do Agronegócio	9
2.2. TÍTULOS VERDES EM ESPÉCIE	10
2.2.1. Sustainability-Linked Bonds	13
2.3. GREENWASHING	16
3. PARÂMETROS JURÍDICOS DE AVALIAÇÃO DOS TÍTULOS VERDES	17
3.1. EFICÁCIA	17
3.2. PROPORCIONALIDADE	20
4. ESTUDO DE CASO: APLICAÇÃO PRINCIPOLÓGICA AOS TÍTULOS VERDES BRASILEIROS	21
4.1. ANÁLISE DO SLB EMITIDO PELA SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A. EM 2021 À LUZ DO PRINCÍPIO DA PROPORCIONALIDADE	22
4.2. ANÁLISE DA EMISSÃO DE DEBÊNTURES DA VIA VAREJO S.A. REALIZADA EM 2021 À LUZ DO PRINCÍPIO DA EFICÁCIA.	24
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	26
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	27

INTRODUÇÃO

A emergência climática é objeto de crescente relevância internacional desde que os efeitos dos gases de efeito estufa emitidos pela atividade humana foram compreendidos pela comunidade internacional. O último relatório do IPCC é inequívoco a respeito da trajetória da política energética da humanidade: estamos caminhando para atingir impactos irreversíveis na natureza¹. Diante disso, o presente trabalho buscará abordar as iniciativas de captação de recursos para a realização de projetos sustentáveis por parte das companhias brasileiras em face da necessidade de ambição na ação climática. Para tanto, é necessário observar os objetivos de desenvolvimento sustentável da ONU, bem como marcos relevantes ao tema da sustentabilidade no âmbito internacional, tais como o Acordo de Paris. À luz disso, o trabalho conduzirá uma análise jurídica da natureza dos títulos verdes e sua forma de autorregulação praticada por entidades do mercado de capitais. Continuará definindo como os títulos verdes buscam atingir suas metas de sustentabilidade, bem como os mecanismos de prestação de contas, à sociedade em geral, mas em especial aos investidores que buscam respaldo sustentável acoplado aos ganhos financeiros. O trabalho irá definir critérios baseados em princípios jurídicos para avaliar o desempenho dos títulos verdes, face a urgência da emergência climática, assim como os objetivos estabelecidos pela Organização das Nações Unidas.

1MCGRATH, Matt. Mudanças climáticas: novo relatório do IPCC adverte sobre impactos 'irreversíveis', BBC Brasil. Disponível em: <https://www.bbc.com/portuguese/internacional-60554761>. Acesso em 10 de novembro de 2022.

1. O CONCEITO DE SUSTENTABILIDADE

O Direito Ambiental, compreendido como a norma baseada no fato ambiental que “estabelece os mecanismos normativos capazes de disciplinar as atividades humanas em relação ao meio ambiente²(ANTUNES, 2021, p. 2) adquire relevância histórica no ordenamento jurídico na medida em que a intervenção humana no meio físico atinge intensidade – nomeadamente, a partir da compreensão dos efeitos da Revolução Industrial, momento no qual a atividade humana no globo expande vertiginosamente, juntamente com a intervenção humana na natureza e a exploração dos recursos naturais.

Com a intensificação da expansão humana pelo globo ao longo do século XX, e, paralelamente, a modificação da organização internacional pós Segunda Guerra Mundial que culminou na criação da ONU, cresceu a necessidade de organização dos Estados-Nação modernos para endereçar a intervenção do homem no meio ambiente³.

Tem-se como marco inicial da pauta ambiental no âmbito do direito internacional, a Conferência de Estocolmo, realizada em 1972, que, pela primeira vez, estabeleceu princípios básicos de preservação ambiental que foram aderidos por estados-nação, estabelecendo que “a proteção e o melhoramento do meio ambiente humano é uma questão fundamental que afeta o bem-estar dos povos e o desenvolvimento econômico do mundo inteiro, um desejo urgente dos povos de todo o mundo e um dever de todos os governos”⁴.

A preocupação com a biodiversidade, que aumenta durante a década de 80, devido em parte à ampliação da discussão ambiental, trazida em larga escala pelo aumento de pressão criada por organizações não-governamentais e pela sociedade civil como um todo. Neste contexto, a Constituição Brasileira de 1988 é a primeira a dar relevância à pauta ambiental, prevendo, no artigo 225: “Todos têm direito ao meio ambiente ecologicamente equilibrado, bem de uso comum do povo e essencial à sadia qualidade de vida, impondo-se ao Poder Público e à coletividade o dever de defendê-lo e preservá-lo para as presentes e futuras gerações.”

² ANTUNES, Paulo de B. Direito Ambiental. São Paulo: Grupo GEN, 2021, p. 2. E-book. ISBN 9788597027402. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597027402/>. Acesso em: 24 out. 2022.

³ WEDY, Gabriel. A evolução do direito ambiental e a sua definição no Brasil. Consultor Jurídico. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2019-mar-23/ambiente-juridico-evolucao-direito-ambiental-definicao-brasil> acesso em 10 de novembro de 2021.

⁴ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS. Declaração da Conferência da ONU no Ambiente Humano. Disponível em: https://cetesb.sp.gov.br/proclima/wp-content/uploads/sites/36/2013/12/estocolmo_mma.pdf Acesso em 17 de setembro de 2022

De maneira não prevista nas constituições brasileiras anteriores, que focaram especificamente na atividade produtiva e com tratamento esparsos ao meio ambiente, a Constituição Federal de 1988 traz uma visão integrada entre desenvolvimento ambiental e atividade econômica sustentável, trazendo, de maneira sistemática, a proteção do meio ambiente no texto constitucional, fazendo a interseção entre as normas de natureza econômica e as protetoras de direitos individuais⁵ (ANTUNES, 2021, p.57). Diante disso, enxerga-se o meio ambiente não só apenas com o enfoque na preservação ambiental, mas também com foco nas dimensões econômica e social,

Da mesma forma que o constituinte brasileiro traz no bojo do texto constitucional a preocupação com a intervenção humana na natureza, intensificam-se, também, as tratativas a nível internacional. Em 1992, é realizada a Conferência das Nações Unidas sobre o Meio Ambiente e Desenvolvimento, conhecida como Eco-92, realizada no Rio de Janeiro, que foi a primeira a tratar das mudanças climáticas, bem como a dar relevância a pontos importantes, como o desmatamento de florestas e a preservação da biodiversidade. A Eco-92 também é a primeira conferência internacional a dar ênfase no conceito de desenvolvimento sustentável, trazendo como princípio que “a fim de alcançar o estágio do desenvolvimento sustentável, a proteção do meio ambiente deve constituir parte integrante do processo de desenvolvimento e não poderá ser considerada de forma isolada”.⁶

De forma similar, a integração dos sistemas econômicos entra em pauta, com um enfoque em “redução e eliminação dos sistemas de produção e consumo não sustentados e o fomento a políticas demográficas apropriadas.”⁷

Como desdobramento da Eco-92, ocorre, em 1997, o primeiro tratado internacional para controle da emissão de gases de efeito estufa na atmosfera. com a assinatura do Protocolo de Quioto, por meio do qual países representando cerca de 55% das emissões de gases de efeito estufa se comprometeram a reduzir em até 5,2% as suas emissões com relação ao ano de 1990.

⁵ ANTUNES, Paulo de B. Direito Ambiental. São Paulo: Grupo GEN, 2021, p. 57. E-book. ISBN 9788597027402. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597027402/>. Acesso em: 24 out. 2022.

⁶ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS. Declaração do Rio sobre Meio Ambiente e desenvolvimento. Disponível em: https://cetesb.sp.gov.br/proclima/wp-content/uploads/sites/36/2013/12/declaracao_rio_ma.pdf Acesso em 25 de setembro de 2022

⁷ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS. Declaração do Rio sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento. Disponível. op. cit.

A partir do Século XXI, ficou evidente, na discussão política ambiental, que os tratados internacionais celebrados não traziam em seu conteúdo normas que vinculavam os estados signatários a adotar estratégias sustentáveis e de comprometimento com o combate à mudança do clima. Neste cenário, ocorre, em 2015, a 21ª Conferência das Nações Unidas sobre as Mudanças do Clima, nas quais os 195 países signatários se comprometeram a reduzir as emissões de gases de efeito estufa para limitar o aumento de temperatura para níveis bem abaixo de 2°C, e, preferencialmente, abaixo de 1.5°C, acima dos níveis pré-industriais, em um tratado conhecido mundialmente como o Acordo de Paris.

O Acordo de Paris traz menções ao financiamento privado como fonte indispensável de combate às mudanças climáticas, ao ressaltar a ampliação da “participação dos setores público e privado na implementação das contribuições nacionalmente determinadas”⁸ e reconhecendo “a importância dos recursos financeiros adequados e previsíveis, inclusive para pagamentos baseados em resultados, conforme o caso, para a implementação de abordagens políticas e incentivos positivos para a redução de emissões por desmatamento e degradação florestal, e o papel da conservação, do manejo sustentável das florestas e aumento dos estoques de carbono florestal(...)”⁹

No mesmo ano, a Assembleia Geral da ONU aprovou a Agenda 2030, com 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável, boa parte dos quais envolve a ideia de sustentabilidade com relação ao modo de vida da humanidade, incluindo a agricultura sustentável, preservação da água potável e saneamento, preservação da vida aquática, além da ação contra a mudança global do clima.

Inserem-se nesse contexto os títulos verdes na forma de uma iniciativa de grandes empresas inseridas no mercado financeiro e de capitais que entendem o impacto das suas atividades no meio ambiente, e, da necessidade imperativa de proteção da biodiversidade e do combate às mudanças climáticas, não apenas pelo dever moral, mas com o intuito de preservação e longevidade da própria atividade empresarial.

⁸ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS. Acordo de Paris. Disponível em <https://brasil.un.org/sites/default/files/2020-08/Acordo-de-Paris.pdf> p. 30. Acesso em 04/10/2022

⁹ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS. Acordo de Paris. Op. cit. p. 10

2. TÍTULOS VERDES

2.1. DEFINIÇÕES PRELIMINARES

Para melhor compreender os instrumentos jurídicos entendidos sob o conceito de títulos verdes, faz-se necessário estabelecer algumas definições preliminares.

2.1.1. VALORES MOBILIÁRIOS

Para definir os títulos verdes e seu propósito na economia, cumpre, preliminarmente, analisar o conceito de valores mobiliários, a partir da Lei 6.385/76, que instituiu a Comissão de Valores Mobiliários e iniciou a regulamentação do mercado de valores mobiliários no Brasil.

O artigo 2º da lei supracitada, alterado pela Lei nº 10.303/2001, traz o rol dos instrumentos considerados como valores mobiliários, sendo, portanto, sujeitos à supervisão da CVM, sendo eles:

“I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;

II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;

III - os certificados de depósito de valores mobiliários

IV - as cédulas de debêntures;

V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;

VI - as notas comerciais;

VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;

VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e

IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.¹⁰”

Desta forma, são os valores mobiliários “todo investimento em dinheiro ou em bens suscetíveis de avaliação monetária, realizado pelo investidor em razão de uma captação pública de recursos, para fornecer capital de risco a um empreendimento, em que ele, o investidor, não

¹⁰ BRASIL. Lei n 6.385/76, 7 de dezembro de 1976. **Diário Oficial da União**. Brasília-DF. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16385.htm

tem ingerência direta, mas do qual espera obter ganho ou benefício futuro.(PINHEIRO, 2019, p .175)”¹¹

Os instrumentos classificados como títulos verdes comumente estão abarcados pela definição de valores mobiliários, ou, ainda, são títulos de crédito cujo lastro provém de alguma espécie de valor mobiliário, motivo pelo qual sua conceituação faz-se necessária.

2.1.2. DEBÊNTURES

Conceituam-se as debêntures como uma espécie de valor mobiliário, emitida exclusivamente por sociedades anônimas, conferindo ao seu titular direito de crédito em face da companhia, mediante as condições constantes da escritura de emissão, nos termos do artigo 52 e seguintes da Lei nº 6.404/1976 (“Lei das Sociedades por Ações”). Conforme leciona José Edwaldo Tavares Borba:

*A debênture é, pois, um título abstrato de dívida que a sociedade tem a prerrogativa de criar. Dívida, vale dizer, na perspectiva do devedor, que é a sociedade emitente do papel. Para o tomador, que é o credor, assim como para o mercado em geral, o que se tem, a toda evidência, é um título de crédito (BORBA, 2022, p.275).*¹²

As debêntures são um dos instrumentos para emissão de títulos de dívida mais comuns no mercado. Em 2021, as companhias brasileiras captaram 251 bilhões de reais em debêntures¹³ no mercado de capitais brasileiro. A emissão de debêntures apresenta um atrativo ao fracionar o valor captado, atraindo um número potencialmente maior de investidores.¹⁴ Admite-se, ainda, a previsão da conversão das debêntures em ações na escritura de emissão, em que o titular do crédito poderá converter as debêntures em participação acionária, estipulando a escritura acerca da base de conversão, a espécie e classe das ações em que a debênture poderá ser convertida, bem como o prazo ou época para conversão.¹⁵

¹¹ PINHEIRO, Juliano L. **Mercado de Capitais**. São Paulo: Grupo GEN, 2019. E-book. ISBN 9788597021752. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597021752/>. Acesso em 18 de setembro de 2022.

¹² BORBA, José Edwaldo T. **Direito Societário**. São Paulo: Grupo GEN, 2022. E-book. ISBN 9786559772810. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786559772810/>. Acesso em: 13 out. 2022.

¹³ RIVAS, Katherine. InfoMoney. Puxadas por debêntures , emissões de valores mobiliários atingem recorde e somam R\$722 bilhões em 2021. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/onde-investir/puxadas-por-debentures-emissoes-de-valores-mobiliarios-atingem-recorde-e-somam-r-722-bilhoes-em-2021/> Acesso em 17 de setembro de 2022.

¹⁴ MAMEDE, Gladston. **Direito Societário - Sociedades Simples e Empresárias**. São Paulo. Atlas. 2019: 11. ed

¹⁵ BRASIL. Lei nº 6.404/76, 15 de dezembro de 1976. **Diário Oficial da União**. Brasília-DF. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm

Ainda, a Lei nº 12.431/2011 trouxe uma inovação com relação ao instituto das debêntures, criando as debêntures de infraestrutura, também conhecidas como debêntures incentivadas. As debêntures incentivadas têm como característica serem isentas de tributação (especificamente do Imposto de Renda - IR e do Imposto sobre Operações Financeiras - IOF), sendo investimentos tipicamente de longo prazo e adotado por investidores interessados em proteger seu investimento da inflação.¹⁶

2.1.3. CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS

O certificado de recebíveis imobiliários, popularmente conhecido como CRI, é um instrumento conceituado como título de crédito e um mecanismo adotado para a captação de recursos no âmbito do sistema imobiliário nacional. Consiste em título de crédito lastreado em créditos imobiliários, tais como os valores provenientes de financiamentos imobiliários ou de aluguéis de longo prazo.¹⁷ Os valores que compõem o título passam pelo processo de securitização, na qual os valores aos quais a entidade emissora tem direito de crédito são vinculados por meio de escritura ao título em questão. Desta forma, os valores devidos ficam identificados e servem como lastro ao título que será ofertado aos investidores.¹⁸

A Lei nº 9.514/97, responsável por estabelecer o Sistema de Financiamento Imobiliário - SFI, introduziu o conceito de certificado de recebíveis imobiliários:

Art. 6º O Certificado de Recebíveis Imobiliários - CRI é título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e constitui promessa de pagamento em dinheiro.¹⁹

Os certificados de recebíveis imobiliários foram uma importante inovação no sentido de facilitar a captação de recursos por entes privados do ramo imobiliário

¹⁶ PINHEIRO, Juliano L. **Mercado de Capitais**. São Paulo: Grupo GEN, 2019. E-book. ISBN 9788597021752. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597021752/>. Acesso em 18 de setembro de 2022.

¹⁷ B3 – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. Certificados de Recebíveis Imobiliários. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-fixa/certificados-de-recebiveis-imobiliarios.htm#:~:text=O%20Certificado%20de%20Receb%C3%ADveis%20Imobili%C3%A1rios,o%20valor%20investido%20\(principal\)](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-fixa/certificados-de-recebiveis-imobiliarios.htm#:~:text=O%20Certificado%20de%20Receb%C3%ADveis%20Imobili%C3%A1rios,o%20valor%20investido%20(principal).). Acesso em 18 de setembro de 2022.

¹⁸ CAPITAL RESEARCH. Securitização: o que é, exemplos e títulos no mercado. Disponível em: <https://capitalresearch.com.br/blog/securitizacao/> Acesso em 18 de setembro de 2022.

¹⁹ BRASIL. Lei 9.514/97, 20 de novembro de 1997 **Diário Oficial da União**. Brasília-DF. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19514.htm

O artigo 7º da supracitada lei trazia as características do CRI. Contudo, a recém-promulgada Lei nº 14.430/2022, conhecida como Marco Legal da Securitização, trouxe a padronização dos certificados de recebíveis, estendendo a possibilidade da captação de financiamento desta modalidade para além dos certificados imobiliários e do agronegócio (CRAs, a serem explicitados posteriormente). Desta forma, os certificados de recebíveis possuem as seguintes características, nos termos do artigo 22:

Art. 22. Os Certificados de Recebíveis integrantes de cada emissão da companhia securitizadora serão formalizados por meio de termo de securitização, do qual constarão as seguintes informações:

I - nome da companhia securitizadora emitente;

II - número de ordem, local e data de emissão;

III - denominação “Certificado de Recebíveis” acrescida da natureza dos direitos creditórios;

IV - valor nominal;

V - data de vencimento ordinário do valor nominal e de resgate dos Certificados de Recebíveis e, se for o caso, discriminação dos valores e das datas de pagamento das amortizações;

VI - remuneração por taxa de juros fixa, flutuante ou variável, que poderá contar com prêmio, fixo ou variável, e admitir a capitalização no período estabelecido no termo de securitização;

VII - critérios para atualização monetária, se houver;

VIII - cláusula de correção por variação cambial, se houver, desde que estabelecida em conformidade com o disposto nos §§ 8º e 9º deste artigo;

IX - local e método de pagamento;

X - indicação do número de emissão e da eventual divisão dos Certificados de Recebíveis integrantes da mesma emissão em diferentes classes ou séries, inclusive a possibilidade de aditamentos posteriores para inclusão de novas classes e séries e requisitos de complementação de lastro, quando for o caso;

XI - indicação da existência ou não de subordinação entre as classes integrantes da mesma emissão, entendida como a preferência de uma classe sobre outra para fins de amortização e resgate dos Certificados de Recebíveis;

XII - descrição dos direitos creditórios que compõem o lastro da emissão dos Certificados de Recebíveis;

XIII - indicação, se for o caso, da possibilidade de substituição ou de aquisição futura dos direitos creditórios vinculados aos Certificados de Recebíveis com a utilização dos recursos provenientes do pagamento dos direitos creditórios originais vinculados à emissão, com detalhamento do procedimento para a sua formalização, dos critérios de elegibilidade e do prazo para a aquisição dos novos direitos creditórios, sob pena de amortização antecipada obrigatória dos Certificados de Recebíveis, observado o disposto no inciso II do § 2º deste artigo;

XIV - se houver, garantias fidejussórias ou reais de amortização dos Certificados de Recebíveis integrantes da emissão ou de classes e séries específicas, se for o caso;

XV - indicação da possibilidade de dação em pagamento dos direitos creditórios aos titulares dos Certificados de Recebíveis, hipótese em que deverão ser estabelecidos os procedimentos a serem adotados;

XVI - regras e procedimentos aplicáveis às assembleias gerais de titulares de Certificados de Recebíveis; e

XVII - hipóteses em que a companhia securitizadora poderá ser destituída ou substituída.²⁰

Em 2021, foram captados R\$34 bilhões de reais por meio dos certificados de recebíveis imobiliários.²¹

2.1.4. CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS DO AGRONEGÓCIO

De forma similar ao CRI, os certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA) são um método comum de acesso do mercado financeiro aos créditos de produtos rurais no Brasil. Foram criados com a promulgação da Lei nº 11.076/2004, juntamente com o Certificado de Depósito Agropecuário - CDA, o Warrant Agropecuário - WA, o Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio - CDCA e a Letra de Crédito do Agronegócio - LCA.

Consiste no mesmo produto financeiro para captação de recursos que o CRI, estando sujeito às mesmas condições devido à padronização trazida pelo já citado Marco Legal da Securitização, embora seus recebíveis são provenientes dos produtos do agronegócio. Conforme definido pelo parágrafo primeiro do artigo 23 da Lei 11.076/2004, conforme alterada pela Lei nº 13.331/2016, os CRAs “são vinculados a direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária.”²²

²⁰ BRASIL. Lei nº 14.430/2022, 03 de agosto de 2022. **Diário Oficial da União**. Brasília-DF. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19514.htm

²¹ ANBIMA. Mercado de Capitais encerra 2021 com R\$ 596 bilhões em captações. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/mercado-de-capitais-encerra-2021-com-r-596-bilhoes-em-captacoes-8A2AB2887E4BC696017E4EE5EFA80CC9-00.htm Acesso em 25 de setembro de 2022.

²² BRASIL. Lei nº 11.076/2004, 30 de dezembro de 2004. **Diário Oficial da União**. Brasília-DF. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/111076.htm

De acordo com a ANBIMA, em 2021, foram captados R\$23,1 bilhões de reais em emissões de certificados de recebíveis do agronegócio.²³

2.2. TÍTULOS VERDES EM ESPÉCIE

Estabelecidas definições preliminares necessárias para o entendimento dos títulos verdes, passa-se a analisar o conceito dos *green bonds* em si.

Títulos verdes são títulos de renda fixa utilizados para captação de recursos visando o propósito de financiamento ou implantação de projetos de longo prazo que tenham impactos positivos do ponto de vista ambiental ou climático.²⁴ O financiamento captado pelos títulos poderá ter como foco principal objetivos tais como a energia renovável, a eficiência energética de equipamentos e produtos, a prevenção e controle da poluição, a gestão sustentável dos recursos naturais, a conservação da biodiversidade, o transporte limpo, a gestão sustentável dos recursos hídricos, a adaptação às mudanças climáticas.²⁵

Conforme já mencionado, a principal diferenciação dos títulos de dívida de renda fixa para um título considerado verde reside na destinação dos recursos, referido como *use of proceeds* - é a garantia transmitida por meio da documentação legal do título, de que os valores captados na emissão do título serão destinados para a consecução de determinado projeto verde, além da identificação clara dos benefícios sustentáveis trazidos pelo projeto verde.

De acordo com o Guia para Emissão de Títulos Verdes no Brasil, produzido pelo CEBDS²⁶ - Conselho Empresarial Brasileiro para o Desenvolvimento Sustentável, é possível dividir o processo de emissão de um título verde em três fases: pré-emissão, emissão e pós-emissão.

O guia destaca como ponto inicial da etapa de pré-emissão a análise mercadológica no que tange a dívida sustentável: qual é o investidor-alvo da emissão, para determinar questões específicas ao título: qual será o prazo de duração do título e, ainda, seu valor total. Para empresas brasileiras com ações negociadas no Brasil e no exterior, existe ainda a decisão a ser tomada de ofertar o título verde tanto no mercado nacional como no internacional.

²³ ANBIMA. Mercado de Capitais encerra 2021 com R\$ 596 bilhões em captações. op.cit.

²⁴ CEBDS: Guia para emissão de títulos verdes no Brasil 2016. Disponível em: https://cebds.org/wp-content/uploads/2016/10/CEBDS_Guia-emissao-titulos-verde_ING_2016.pdf pg. 7. Acesso em 15 de outubro de 2022.

²⁵ CEBDS: Guia para emissão de títulos verdes no Brasil 2016. op. cit.

²⁶ CEBDS: Guia para emissão de títulos verdes no Brasil 2016. op. cit.

No ano de 2021, as companhias brasileiras realizaram 121 operações sustentáveis de crédito, que se enquadram na definição de *green bonds*, sendo 96 emissões no mercado de capitais nacional e 25 no mercado internacional²⁷.

A possibilidade de oferta no mercado de capitais internacional é relevante em razão do papel geopolítico do Brasil frente à questão da sustentabilidade. É de extrema relevância para os investidores europeus e norte-americanos a questão da preservação das florestas nativas brasileiras, em especial a Floresta Amazônica, por ser imprescindível para a manutenção das condições climáticas globais e ser um dos biomas com mais biodiversidade no mundo. Desta forma, a apresentação de uma companhia brasileira como sustentável por meio da emissão de um *green bond* é uma maneira desejável de atrair investidores internacionais ao mesmo tempo que agrega à reputação da empresa.

Estabelecido o escopo do mercado no qual a empresa emissora pretende captar investimentos, é necessário partir para os pontos principais do título a ser emitido. Quais serão os critérios de elegibilidade dos projetos verdes abarcados pelo título verde em questão, ou, em outras palavras, qual será a área do impacto ambiental positivo gerado pelo título verde. Conforme citado anteriormente, o título verde pode financiar a redução da emissão de gases de efeito estufa, a conservação da biodiversidade, projetos de adaptação às mudanças climáticas, de gestão sustentável de resíduos, entre outros.

Diante desse cenário, a empresa emissora deverá definir os projetos verdes que serão contemplados pelo título, e, ainda, definir como pretende alocar os recursos captados pelo projeto: quais áreas serão beneficiadas, qual será o impacto ambiental causado, e, ainda, quais serão os critérios de monitoramento dos projetos ao longo do tempo.

Nesta fase de estruturação da operação, é necessário estabelecer qual será a forma de avaliação externa do título: isto é, qual será a entidade independente responsável por certificar que o título possui características verdes.

É importante ressaltar a ausência de legislação ou regulação da CVM, a quem recai a obrigação legal de fiscalizar os valores mobiliários, sobre o tema. Os títulos verdes são uma criação do mercado financeiro e de capitais e são totalmente autorregulados. Para além das

²⁷ SITAWI FINANÇAS DO BEM: Operações Brasileiras Sustentáveis de Crédito, disponível em: https://docs.google.com/spreadsheets/u/1/d/e/2PACX-1vRDp7Z82Qovj9VuuPGGQGSiBi66hQPdRL5ucb6kZ80HyjtQtVjijt7Qekh99_DVs2FRG-8ADHE05ASP/pubhtml, acessado em 07 de outubro de 2022.

obrigações regulatórias de fiscalização previstas nas instruções editadas pela CVM, bem como da formalização das ofertas de valores mobiliários pelos veículos apropriados, não há qualquer limitação a determinado título ser considerado “verde”, bastando que a entidade do mercado emissora do título o denomine assim. Nesse sentido, surge a necessidade de entidades dedicadas a conferir legitimidade aos títulos verdes emitidos no mercado, buscando verificar as metas sustentáveis trazidas pelos emissores privados dos títulos verdes.

Destaca-se, neste âmbito, a atuação da *International Capital Markets Association* (Associação Internacional dos Mercados de Capitais - ICMA), que publica uma série de princípios relativos à emissão dos títulos verdes chamados de “Green Bond Principles”, diretrizes voluntárias para emissão de títulos verdes. Na mesma seara, o Climate Bonds Initiative (CBI)²⁸ oferece certificações àqueles títulos verdes que se adequam aos critérios científicos que indicam uma adesão ao Acordo de Paris, e à meta de reduzir as emissões para evitar um aumento de temperatura maior do que 1.5°C. O CBI oferece as certificações por meio de terceiros definidos como “verificadores aprovados”.

O CEBDS ressalta a importância de avaliadores externos como forma de oferecer credibilidade à emissão do título: é necessário que haja consultores experientes na área de impacto pretendida, para conduzir o processo da pré-emissão e realizar o monitoramento ambiental no momento da pós-emissão.

Uma consultoria especializada possibilita que o título tenha as características verdes afirmadas, dando maior credibilidade aos emissores e transmitindo segurança aos investidores, que podem dispensar a realização de *due diligence* para realizar o investimento caso o título possua certificação prévia.

O CEBDS ressalta certas modalidades de avaliação externa existentes atualmente no mercado que são capazes de oferecer validade e segurança de que os títulos verdes emitidos no mercado são ambientalmente positivos: a opinião, a verificação e a certificação.

O modelo “Opinião” de avaliação externa tem natureza de parecer e consiste na opinião fornecida por entidade especializada. Baseia-se, via de regra, na avaliação dos critérios adotados para escolha dos projetos verdes, bem como nos objetivos ambientais declarados pelo emissor, a adequação socioambiental do projeto com base em critérios previamente estabelecidos, bem como a performance socioambiental do projeto, além da performance ASG

²⁸CLIMATE BONDS INITIATIVE. Climate Bonds Standard and Certification Scheme. Disponível em: <https://www.climatebonds.net/standard>. Acesso em 18 de outubro de 2022.

(ambiental, social e governança, ou ESG, na sigla em inglês). Certas entidades, como a Sitawi Finanças do Bem, utilizam modelo proprietário para conduzir sua análise.²⁹

O modelo de verificação também é praticado por empresas especializadas em consultoria ambiental. Diferencia-se dos demais modelos por focar na checagem dos critérios internos estabelecidos pelo emissor.

A certificação é o modelo por meio do qual verificadores aprovados pelo órgão certificador conferem o cumprimento dos princípios pré-estabelecidos. A hipótese mais prevalente de certificação é a atuação do já mencionado Climate Bond Initiative. Seu propósito é certificar projetos sustentáveis voltados ao cumprimento das metas do Acordo de Paris. O CBI conta com 71 verificadores aprovados globalmente³⁰, que serão indicados pelo emissor e responsáveis por certificar que o título emitido cumpre com os padrões do *Climate Bond Standard*, elaborado pelo CBI, o que também implica no cumprimento dos preceitos básicos trazidos pelos *Green Bond Principles*, elaborados pela já citada ICMA.

2.2.1. *Sustainability-Linked Bonds*

Os *sustainability-linked bonds* (SLBs, ou títulos vinculados à sustentabilidade, em português) são uma espécie mais recente de títulos de dívida vinculados a metas de sustentabilidade. Diferenciam-se dos títulos verdes convencionais na medida em que estes se baseiam na destinação de recursos (*use of proceeds*) com o propósito de financiamento de projetos verdes, enquanto os SLBs são títulos em que os recursos captados por meio do título têm propósito geral, estando as atividades da companhia emissora sujeitas ao cumprimento de marcadores de desempenho sustentável em determinado prazo estipulado na escritura de emissão do título. Cabe, ainda, ressaltar que os SLBs podem possuir metas de impacto social ou de governança, não estando limitados à metas de sustentabilidade.

²⁹ SITAWI FINANÇAS DO BEM - Parecer de Segunda Opinião, Debênture Verde da TSM, Subsidiária da Alupar, disponível em: <https://apicatalog.mziq.com/filemanager/v2/d/7055e766-fc6d-42b3-9911-c19f8e89875a/d196e33e-119c-7d12-9246-4cef7dd9a4d0?origin=1>. Acesso em 18 de outubro de 2022

³⁰ CLIMATE BONDS INITIATIVE. Approved Verifiers. Disponível em: <https://www.climatebonds.net/standard>. Acesso em 18 de outubro de 2022.

Os princípios dos SLBs, também estipulados pela ICMA em 2020³¹, consistem em: (1) Seleção de Indicadores-Chave de Desempenho (KPIs); (2) Calibragem de Metas de Desempenho de Sustentabilidade (SPTs); (3) Características dos Títulos; (4) Divulgação e (5) Verificação.

Quanto à seleção de KPIs, os SLBs se destacam por exigir que as metas de desempenho sejam “relevantes, essenciais e materiais para os negócios gerais do emissor e de alta importância estratégica para suas operações atuais e/ou futuras”.

Nos títulos verdes que utilizam a destinação de recursos, é possível que as empresas emissoras destinem os recursos para o financiamento de projetos verdes que não estejam diretamente relacionados à atividade principal da empresa, ainda que tragam algum benefício sustentável, como a descarbonização da cadeia de produção da empresa.

Pode-se citar como exemplo de títulos verdes emitidos no modelo “*use of proceeds*” os emitidos pela BRF S.A. em 2015, sendo o primeiro título verde emitido por companhia brasileira no exterior³², por meio da emissão de *senior notes* totalizando 500 milhões de euros, dedicados ao financiamento de diversos projetos sustentáveis, dentre os quais destacam-se eficiência energética, geração de energia renovável, florestas sustentáveis, gestão de recursos hídricos, gestão de resíduos, embalagem e redução do uso de matéria prima³³. Observa-se que, ainda que a maioria dos projetos verdes financiados reduzam o impacto ambiental da companhia, nem todos estão relacionados diretamente com sua atividade principal, sendo uma das maiores empresas do ramo alimentício no mundo.

Os SLBs têm como finalidade vincular a imagem sustentável positiva trazida pela emissão de títulos verdes à garantia de impacto relevante sustentável.

Com relação aos já citados KPIs, recomenda-se que sejam quantificáveis e mensuráveis utilizando metodologia consistente (no caso de emissão de mais de um título, a ICMA

³¹ICMA. Sustainability-Linked Bond Principles (SLBP). Disponível em: <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/sustainability-linked-bond-principles-slbp/>. Acesso em 18 de outubro de 2022

³² BRF S.A. Finanças Sustentáveis BRF Global. Disponível em: <https://www.brf-global.com/sustentabilidade/como-atuamos/financas-sustentaveis/>. Acesso em 18 de outubro de 2022.

³³ BRF S.A. - Relatório Green Bond 2016, disponível em: https://www.brf-global.com/wp-content/uploads/2018/03/RELATORIO-GREEN-BONDS-PORT_FINAL_withCR.pdf. Acesso em 18 de outubro de 2022.

recomenda que as metodologias e critérios utilizados sejam os mesmos da emissão anterior, ou ainda em relatórios de sustentabilidade publicados anteriormente pelo emissor).

O escopo da redução de impacto pretendida também deverá ser claramente comunicada aos investidores, além de ser dada transparência ao público geral, quando possível.

As Metas de Desempenho em Sustentabilidade (SPTs), são os parâmetros contra os quais os KPIs devem ser avaliados, bem como a emissão do título em si. Os SLBPs recomendam que as metas sejam alinhadas à estratégia de sustentabilidade do emissor e estejam ainda vinculados a fatores verificáveis externamente, e idealmente às metas estipuladas por órgãos internacionais, tais como o Acordo de Paris e as Metas de Desenvolvimento Sustentável da ONU.

Os parâmetros de avaliação externa trazidos anteriormente, como opinião, verificação e certificação, também são recomendáveis de serem utilizados na emissão de SLBs. Os avaliadores externos terão a tarefa de evidenciar a ambição dos KPIs no que tange o cumprimento das SPTs, bem como verificar a vinculação a benchmarks externos.

O SLB deverá prever variações em suas características em função do cumprimento ou não dos KPIs e da consecução das SPTs, sendo que a mais comum é a variação na remuneração dos investidores na data de vencimento do título, isto é, no cupom a ser pago periodicamente.

A título de exemplo, a JBS S.A., uma das maiores produtoras de carne bovina no planeta, emitiu um CRA em 2021 com metas sustentáveis, especificamente, de controlar a origem direta e indireta de cem por cento de seu gado até 2025³⁴. Essa iniciativa ocorre em resposta à crescente preocupação internacional com o desmatamento no Brasil, que ocorre principalmente para plantio de soja e criação de gado³⁵. A intenção da companhia é garantir que a criação de gado por seus fornecedores não ocorrerá em áreas de desmatamento ilegal, associando sustentabilidade à sua marca.

³⁴ MENDES, Luiz Henrique. Pipeline. JBS lança título de R\$ 1 bi atrelado à meta de controle de origem do gado. Disponível em: <https://pipelinevalor.globo.com/negocios/noticia/jbs-lanca-titulo-de-r-1-bi-atrelado-a-meta-de-controle-de-origem-do-gado.ghtml>. Acesso em 18 de outubro de 2022.

³⁵ GOULART, Eduardo. OCCRP. How illegal land grabs in Brazil's Amazon feed the global beef industry. Disponível em: <https://www.occrp.org/en/investigations/how-illegal-land-grabs-in-brazils-amazon-feed-the-global-beef-industry> Acesso em 18 de outubro de 2022.

Em caso de não-cumprimento da meta de rastreabilidade do gado, a ser verificado por auditoria especializada em ESG até 31 de maio de 2026, a escritura de emissão prevê um aumento na remuneração do CRA de até 0,25% ao ano, conforme abaixo:

Caso a Auditoria ESG até 31 de maio de 2026, inclusive (“Data de Verificação do Compromisso ESG”), (i) a Auditoria ESG (conforme definida abaixo) **não ateste o efetivo cumprimento do Compromisso ESG pela Devedora**, ou (ii) não tenha sido finalizada a Auditoria ESG, a **Remuneração Padrão das Debêntures de cada série deverá ser ajustada** para a Remuneração Ajustada das Debêntures de cada série e, conseqüentemente, a Remuneração Padrão dos CRA de cada Série deverá ser ajustada para a Remuneração Ajustada dos CRA de cada Série, a partir do Período de Capitalização imediatamente subsequente da Data de Verificação do Compromisso ESG, **nos termos do Mecanismo de Step-Up**. [grifo nosso]

*Na ocorrência do Mecanismo Step-up, nos termos do exposto acima, a Remuneração Ajustada das Debêntures da respectiva série e, conseqüentemente, a Remuneração Ajustada dos CRA da respectiva Série, serão aplicadas para cada Período de Capitalização subsequente à Data de Verificação do Compromisso ESG até, e incluindo, a Data de Vencimento das Debêntures da respectiva série e, conseqüentemente, a Data de Vencimento dos CRA da respectiva Série, respectivamente.*³⁶

Desta forma, a verificação da materialidade e relevância da sustentabilidade para a companhia é imposta por meio da penalidade monetária ao aumentar o pagamento do cupom aos seus investidores em caso de descumprimento da meta estabelecida, pendente de verificação pelo agente ESG. Em contrapartida, é possível argumentar que seria do interesse dos investidores do SLB que as metas de sustentabilidade não fossem atingidas, uma vez que resultaria em um retorno maior sob o investimento feito inicialmente.

2.2.3. GREENWASHING

A emissão de um título verde agrega valor reputacional de responsabilidade ambiental à imagem da companhia emissora, sendo contabilizado em seu ativo intangível, trazendo um atrativo para investidores buscando responsabilidade social (SANTOS, 2022, p.3)³⁷, uma vez que traz uma imagem positiva associada à sustentabilidade. é de evitar a prática conhecida como *greenwashing*, em que um determinado projeto passa a credibilidade de ser sustentável ou de

³⁶ VIRGO COMPANHIA DE SECURITIZAÇÃO. PROSPECTO DEFINITIVO (...) JBS S.A. 2021. Disponível em: https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-jbs-prospectodef/21-12-21_003309_cra-virgo-jbs-def_red.pdf Acesso em 18 de outubro de 2022.

³⁷ DUDA, E.N., SILVA D. J. C., LAGIOIA, U.C.T., SANTOS, M.A. Cultura Sustentável Rima com Bom Desempenho? Um Estudo das Empresas Listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). Revista de Gestão Social e Ambiental, v. 16. n.2. p.1-18, 2022.

alguma forma positivo para o meio ambiente, sem de fato causar um impacto relevante, ou, ainda, trazendo uma contribuição negativa ao meio ambiente.

Existe amparo na literatura estrangeira para considerar a iniciativa de *green bonds* como um atrativo financeiro para o investidor, ao associar a empresa emissora com atividades sustentáveis, mas que não causam o impacto ambiental positivo que alegam. Um exemplo é o caso de empresas chinesas que emitiram um título verde associando a um projeto de “carvão limpo”(BOUR, 2019, p. 16)³⁸. A queima de carvão é uma das formas de energia mais poluentes e emissoras de gases de efeito estufa, de forma a esvaziar o significante “verde” na captação de dívidas.

Desta forma, demonstra-se a necessidade de criação de um parâmetro regulador para a emissão de títulos verdes, preocupação já expressada pelo presidente no Banco Central³⁹ de maneira permissiva à participação sustentável no mercado de dívida brasileiro.

Um número crescente de empresas vem adotando estratégias de descarbonização e sendo recompensadas monetariamente por meio de investimentos, bem como agregando à sua reputação. Entretanto, é imperativo associar a necessidade de investimento em soluções verdes à impactos reais.

3. PARÂMETROS JURÍDICOS DE AVALIAÇÃO DOS TÍTULOS VERDES

Estabelecido o escopo e eventuais limitações dos títulos verdes e ciente da ausência de mecanismos normativos ou autoridades que balizem e fiscalizem o aspecto sustentável dos *green bonds* e dos *sustainable bonds*, é necessário estabelecer parâmetros para avaliação dos títulos verdes em face da consecução de seus impactos positivos com relação ao benefício ambiental almejado.

Para tanto, busca-se aplicar analogicamente os princípios da administração pública, do direito processual e do direito constitucional como fontes para medição do impacto real das iniciativas de captação de recursos para consecução de projetos verdes pelo mercado privado.

³⁸ BOUR, Tom. The green bond premium and non-financial disclosure: Financing the future, or merely greenwashing? Originalmente apresentada como dissertação de mestrado. Universidade de Maastricht Acesso em: 17 de setembro de 2022

³⁹CHIAPPINI, Gabriel, BC está preocupado em coibir *greenwashing* na emissão de títulos, diz Campos Neto. EPBR. Disponível em: <https://epbr.com.br/bc-esta-preocupado-em-coibir-greenwashing-na-emissao-de-titulos-diz-campos-neto/>. Acesso em 08 de outubro de 2022.

3.1. PROPORCIONALIDADE

O princípio da proporcionalidade é encontrado em diversos campos do direito pátrio como forma de resolução de conflitos determinados, seja no âmbito administrativo, no qual busca sopesar a atuação do ente estatal, como no direito processual, em que busca evidenciar resolução a conflitos principiológicos, como, ainda, no direito penal, em que busca limitar a sanção penal com base no ilícito cometido.

É possível balizar o princípio da proporcionalidade como o instrumento metódico de controle dos atos de omissão ou comissão de entes públicos ou privados.⁴⁰ Nesta seara, a intenção é sopesar o dever de agir do Estado, ou, ainda, de agentes privados, em face da proporção do bem tutelado, ou, ainda, da sanção aplicada ao ilícito cometido.

No âmbito processual civil, é possível recorrer ao princípio da proporcionalidade para a solução de conflitos entre direitos fundamentais. Conforme ensina o doutrinador Fábio Victor da Fonte Monnerat:

(...)atribui-se ao princípio da proporcionalidade o papel de solucionar os conflitos entre direitos fundamentais, sendo especialmente do juiz, à luz do caso concreto, o dever de aplicá-lo, sempre que se mostrar impossível o respeito pleno e concomitante a dois ou mais princípios constitucionais.

(...)Dessa forma, é perfeitamente sustentável que o princípio da proporcionalidade encontra-se inserido na fórmula aristotélica da igualdade e, por via de consequência, está consagrado no texto constitucional, pois se traduz na garantia de igualdade por meio do tratamento igual aos iguais, e desigual aos desiguais, na medida (ou na proporção) de suas desigualdades. (MONNERAT, 2022, p.75)⁴¹

Verifica-se o princípio da proporcionalidade no âmbito do direito ambiental, por exemplo, no dever de prevenção exercido pelo Poder Público e consagrado no artigo 225 do texto constitucional, no sentido de que as atividades de prevenção da degradação do meio ambiente devem ser proporcionais às atividades nocivas. Deve-se, dessa forma, efetivamente reduzir o impacto na biodiversidade ou no clima. Portanto, a análise do princípio da

⁴⁰ SARLET, Ingo W.; FENSTERSEIFER, Tiago. Princípios do direito ambiental . [Digite o Local da Editora]: Editora Saraiva, 2017. E-book. ISBN 9788547218607. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788547218607/>. Acesso em: 23 out. 2022.

⁴¹ MONNERAT, Fábio Victor da F. Introdução ao estudo do direito processual civil. São Paulo: Editora Saraiva, 2022. E-book. ISBN 9786553620599. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786553620599/>. Acesso em: 23 out. 2022.

proporcionalidade terá dupla face: não apenas deverá ser proibido o excesso do poder estatal, como também deverá ser proibida a proteção inadequada dos direitos tutelados.⁴²

Em contrapartida, no âmbito do direito penal, a noção de proporcionalidade está relacionada à igualdade da pena e do crime praticado, na forma de garantia implícita na Constituição⁴³

Define-se o princípio da proporcionalidade a partir de duas vertentes principais: o pensamento germânico estabelece que a proporcionalidade deriva do Estado Democrático de Direito, enquanto a vertente norte-americana deriva o conceito de proporcionalidade do devido processo legal.

Vislumbram-se alguns elementos formadores da proporcionalidade, dentre eles, a adequação, a necessidade e a proporcionalidade em sentido estrito.

O subprincípio da adequação é verificado na aptidão do ato para atingir o resultado pretendido. Em outras palavras, compara-se o meio utilizado e o fim pretendido, de forma a averiguar se seu propósito atende o necessário. Virgílio Afonso da Silva, citando decisão do ministro do Supremo Tribunal Federal Gilmar Mendes, conceitua o princípio da adequação da seguinte forma:

*Adequado, então, não é somente o meio com cuja utilização um objetivo é alcançado, mas também o meio com cuja utilização a realização de um objetivo é fomentada, promovida, ainda que o objetivo não seja completamente realizado (AFONSO, 2002, p.18).*⁴⁴

O subprincípio da necessidade consiste na adoção da medida menos gravosa para atingimento do propósito pretendido. Isto é, a utilização da medida estritamente necessária para cumprimento dos fins. Ainda segundo Monnerat:

Já o exame da necessidade envolve duas etapas. A primeira, a da “igualdade de adequação de meios”, o que implica uma identificação das possíveis formas que, igualmente, viabilizam a consecução da

⁴² SARLET, Ingo W.; FENSTERSEIFER, Tiago. Princípios do direito ambiental . São Paulo: Editora Saraiva, 2017. E-book. ISBN 9788547218607. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788547218607/>. Acesso em: 08 out. 2022.

⁴³ LIMA, Alberto Jorge Correia de B. Direito Penal Constitucional: A imposição dos princípios constitucionais penais, 1ª edição. São Paulo.: Editora Saraiva, 2012. E-book. ISBN 9788502146426. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788502146426/>. Acesso em: 30 set. 2022.

⁴⁴ SILVA, Virgílio Afonso da. O proporcional e o razoável. Disponível em <https://constituicao.direito.usp.br/wp-content/uploads/2002-RT798-Proporcionalidade.pdf> acesso em 23 de outubro de 2022

finalidade pretendida. Em seguida, cumpre ao operador identificar o meio “menos restritivo”, que se traduz em uma comparação entre a restrição gerada pelo meio escolhido, que deve, entre os meios adequados para o atingimento do objetivo, ser o menos restritivo aos demais direitos fundamentais.(MONNERAT, op.cit.)

Por fim, a proporcionalidade em sentido estrito também precisa ser observada, no que tange a efetiva ponderação entre o bem tutelado (ou princípio defendido) em face da preferência por determinada ação que prioriza determinado princípio. No âmbito processual, Monnerat cita o seguinte exemplo:

“Assim, a opção pela diminuição de um prazo processual para algumas horas ou mesmo poucos dias, em detrimento da ampla defesa, a pretexto de prestigiar a duração razoável do processo, não passa sequer pelo crivo da adequação, pois é sabido que a demora na prestação jurisdicional não está diretamente ligada ao estabelecimento de prazos muito longos, mas é, sim, fruto da interposição, muitas vezes abusiva, de recursos e de incidentes manifestamente infundados, bem como da inércia do mecanismo judiciário nas denominadas etapas mortas do processo, sendo, portanto, a exagerada redução de prazo uma medida inadequada para os fins a que se propõe.(MONNERAT, 2022. p. 76)

3.2. EFICÁCIA

Um princípio de extrema relevância para a avaliação de qualquer instituto jurídico é a eficácia. É necessário indagar acerca de qualquer norma, negócio, ato ou fato jurídico o ponto em que este começa a produzir efeitos, e de qual natureza são estes efeitos - se diretos ou reflexos. A respeito da eficácia da norma jurídica, assim dispõe Marcos Bernardes de Mello:

*“Se a norma existe com vigência e é válida, ou, sendo inválida, ainda não teve sua nulidade decretada por quem, dentro do sistema jurídico, tenha poder para tanto, poderá ser eficaz desde que se concretizem no mundo os fatos que constituem seu suporte fático. **Se os fatos previstos pela norma como seu suporte fático não se materializarem, integralmente, no plano das realidades, a norma jamais será eficaz** (= não incidirá); existirá com vigência, porém sem eficácia. **A eficácia da norma jurídica (= incidência) tem como pressuposto essencial a concreção de todos os elementos descritos como núcleo de seu suporte fático** (= suporte fático suficiente).[grifo nosso]*

Por aí se vê que, enquanto não se realizam no mundo os fatos por ela previstos, a norma jurídica, mesmo com vigência, constitui mera proposição linguística referente a hipóteses, não se podendo falar em

geração de qualquer consequência jurídica. Está-se no plano lógico da normatividade, não no mundo do direito, que somente se compõe a partir dos fatos juridicizados.”⁴⁵

Neste âmbito, o plano jurídico da eficácia pressupõe a existência do suporte fático que apoia a produção de efeitos: o fato e a norma jurídica. Ainda segundo a lição do doutrinador supracitado: “não pode haver eficácia jurídica sem fato jurídico de que provenha, nem existir fato jurídico sem que decorra da incidência de norma jurídica.”

Dentro do direito administrativo, em especial dos atos praticados pela administração pública, é possível conceituar a eficácia como sendo a idoneidade para produção dos efeitos desejados. Desta forma, observados os pressupostos da validade (em que verifica-se o cumprimento dos requisitos jurídicos para sua elaboração dentro do ordenamento vigente, bem como a competência do órgão elaborador) e da vigência (na qual a obrigatoriedade da observância de determinado instituto é verificada), o ato administrativo é eficaz, isto é, idôneo com relação a produção de efeitos.⁴⁶ Em adendo, a eficácia é considerada tripartite: possui efeitos técnicos, sociais e jurídicos. A eficácia técnica diz respeito aos fatos causados pelo ato capazes da produção de efeitos jurídicos, a eficácia jurídica é pertinente às consequências juridicamente previstas do ato e a eficácia social trata dos impactos efetivamente causados pela norma no âmbito social.

É relevante ressaltar os efeitos típicos e atípicos do ato praticado. Os efeitos típicos são a espécie de reação que o ato praticado foi estruturado para provocar, enquanto o efeito atípico é o que concerne consequências jurídicas que não são imediatamente relevantes para o ato administrativo praticado.⁴⁷

4. ESTUDO DE CASO: APLICAÇÃO PRINCIPOLÓGICA AOS TÍTULOS VERDES BRASILEIROS

Estabelecidos conceitos-chave acerca dos títulos verdes, bem como a base principiológica que possibilita sua avaliação, passa-se à análise de certos títulos verdes emitidos por companhias brasileiras no mercado de capitais brasileiro e internacional. Este capítulo

⁴⁵ MELLO, Marcos Bernardes D. Teoria do fato jurídico - Plano de eficácia. São Paulo: Editora Saraiva, 2019. E-book. ISBN 9788553611874. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788553611874/>. Acesso em: 25 out. 2022.

⁴⁶ COUTO, Reinaldo; CAPAGIO, Álvaro do C. Curso de Direito Administrativo. São Paulo: Editora Saraiva, 2022. E-book. ISBN 9786553620452. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786553620452/>. Acesso em: 26 out. 2022.

⁴⁷ v. 40

abordará o escopo do *bond* analisado à luz da área de atuação da empresa emissora, assim como fará considerações acerca do impacto sustentável pretendido com base nos critérios previamente estabelecidos.

4.1. ANÁLISE DO SLB EMITIDO PELA SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A. EM 2021 À LUZ DO PRINCÍPIO DA PROPORCIONALIDADE

A Suzano Papel e Celulose S.A. é uma das maiores empresas produtoras de papel e celulose no mundo. Até o final de 2021, a companhia possuía 2,5 milhões de hectares de terras (próprias, arrendadas, parcerias e fomento), dos quais 1,3 milhão de hectares são ocupados por plantios de eucalipto e um milhão destinado à conservação ambiental.⁴⁸

Em 2021, a Suzano realizou a emissão de um SLB, no valor de US\$ 1 bilhão, no prazo de dez anos, com pagamento de retorno de 3,28%⁴⁹. O aspecto sustentável do *bond* consiste na redução de utilização industrial de água, bem como estipula meta percentual para ocupação de mulheres em cargos de direção na empresa.

De acordo com o *framework* de sustentabilidade publicado pela organização, os KPIs adotados para a emissão são (i) Metros cúbicos de água retirada industrial por tonelada de produto produzido (papel e polpa); e (ii) porcentagem de mulheres em posições de liderança.

O *bond* estabelece dois SPTs (A e B) com relação à meta de desempenho de redução do uso da água: (A) uma redução de 12,4% até 2026 em comparação à utilização verificada em 2018(29,8 m³), totalizando menos de 26,1 m³; e (B) uma redução de 14,8% até 2030, totalizando menos de 25,4 m³.

Para a segunda meta, de participação feminina na direção da companhia, a Suzano baseia-se no cenário do ano de 2019, em que havia 16% de mulheres em posições de liderança, estabelecendo a meta de ter até 30% de participação feminina até 2025.

O *bond* emitido cumpre com os SLBPs, ao prever, além dos já citados KPIs e SPTs, as características financeiras do *bond*, prevendo aumento do cupom (*step-up*) no caso de não cumprimento das metas de sustentabilidade, além de divulgação e verificação.

⁴⁸ SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A. Formulário de Referência 2022. Disponível em https://s1.q4cdn.com/987436133/files/doc_downloads/2022/08/FRE/FRE-v4.pdf Acesso em 27 de outubro de 2022.

⁴⁹ISTOÉ DINHEIRO: Suzano emite 1º bond da América Latina com meta de inclusão. Disponível em: <https://www.istoedinheiro.com.br/suzano-emite-1o-bond-da-america-latina-com-meta-de-inclusao/>. Acesso em 29 de outubro de 2022.

Analisando as metas sustentáveis do *bond* à luz do princípio da proporcionalidade, é necessário verificar o cumprimento dos subprincípios da adequação, necessidade e da proporcionalidade em sentido estrito. Como o escopo do presente trabalho restringe-se às questões ambientais, a meta social do *bond* (participação feminina na direção da Suzano) não será analisada.

Primeiramente, verifica-se a adequação por meio da análise da aptidão do *bond* para atender o resultado pretendido, isto é, a redução de uso de água nas atividades da companhia. Embora o título emitido pela Suzano não utilize o modelo *use of proceeds*, o intuito da verificação externa realizada por empresa especializada é justamente verificar o cumprimento das metas e assim certificar a procedência do título. A verificação prevista no *framework* divulgado pela empresa ocorrerá anualmente, e, inclusive, é necessária para a concretização das características financeiras do título, em caso de *step-up* do valor pago aos investidores. A realização de processo de *due diligence* ambiental pelos investidores é outra maneira pelo qual a aptidão do título poderá ser verificada.

Em consequente, o subprincípio da necessidade é observado na adoção do meio menos restritivo para a consecução do fim pretendido. Argui-se que essa definição não produz analogicamente resultados relevantes com relação aos títulos verdes, uma vez que um processo autorregulado com emissão no mercado de capitais não guarda relação com a realidade intervencionista do ato estatal.

Entretanto, ao observarmos o princípio da necessidade *stricto sensu*, isto é, se o meio adotado é necessário para a consecução do fim pretendido, afirma-se que a meta do título, ou seja, a redução do consumo de água nas operações da companhia é necessária, uma vez que a preservação dos recursos hídricos é uma meta sustentável a nível global, e ainda, está vinculada as atividades da empresa de processamento da celulose, sendo materialmente relevantes para reduzir seu impacto ambiental, o que também está previsto nas recomendação trazida pelos SLBPs.

Por fim, no que tange a proporcionalidade em sentido estrito, cumpre analisar o benefício pretendido com a realização do ato em si (emissão de título vinculado à sustentabilidade). Um ponto importante para a realização desta ponderação é a redução na intensidade do uso da água. O termo “intensidade” é utilizado pois vincula a redução do uso da água à outra métrica: a tonelada de papel/polpa produzida. É uma maneira comum de estruturar

a redução do impacto ambiental causado por entes privados, como no auferimento de suas emissões de carbono, mas que já foi criticada anteriormente por ambientalistas⁵⁰.

Em outras palavras, o compromisso da empresa emissora é reduzir em até quinze por cento em nove anos a quantidade de água retirada por suas operações. Entretanto, a expectativa de qualquer atividade empresária será expandir as atividades para continuar gerando lucro aos seus sócios. Dessa forma, ainda que a companhia emissora atinja a redução na utilização pretendida, é possível que o número absoluto de água nas operações aumente até o final do período do título. Dessa forma, ainda que seja verificada uma redução relativa (em comparação à utilização de água pela companhia sem a emissão do SLB), não é possível afirmar que o projeto verde será proporcional ao atingimento das metas sustentáveis globais. Em sendo um mecanismo totalmente autorregulado, é natural que a companhia atenda aos critérios impostos por ela mesma, ainda que esteja sujeita a dano reputacional perante o mercado em caso de desempenho negativo.

Entretanto, a análise do impacto ambiental precisa observar a realidade global do meio ambiente e a urgência trazida pela crise climática, demonstrando a necessidade de maior ambição no momento de escolher as metas de desempenho sustentável para a próxima década.

4.2. ANÁLISE DA EMISSÃO DE DEBÊNTURES DA VIA VAREJO S.A. REALIZADA EM 2021 À LUZ DO PRINCÍPIO DA EFICÁCIA

A Via Varejo S.A. é uma das maiores empresas de comércio varejista no Brasil, responsável pelas lojas Casas Bahia e Ponto Frio, além de presença consolidada com plataformas de vendas online⁵¹.

Em abril de 2021, a Via Varejo S.A. realizou a emissão de um bilhão de reais em debêntures, em duas séries, com vencimento em três e cinco anos, respectivamente. A emissão pagará uma taxa de CDI + 1,90% na primeira série e CDI + 2.1% na segunda série, com meta de sustentabilidade organizada como um SLB.

O título prevê como metas sustentáveis o aumento do uso de energia renovável nas operações da companhia em até 50% até 2022 e até 90% em 2025. Em caso de não cumprimento

⁵⁰CHILUKURI, Siri. GREEN, Miranda. The Guardian: The dark secrets behind big oil's climate pledges. Disponível em: <https://www.theguardian.com/environment/2021/nov/04/dark-secrets-big-oil-climate-pledges-greenwashing> Acesso em 29 de outubro de 2022.

⁵¹ VIA VAREJO S.A. Formulário de Referência 2022. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/ce9bff9f-fb19-49b9-9588-c4c6b7052c9c/3ad0174c-5aa8-57c5-e5ca-06c95a145826?origin=1> Acesso em 30 de outubro de 2022.

das metas sustentáveis, a taxa da primeira série de debêntures sofrerá aumento para CDI + 2% e a segunda para CDI +2,20%.⁵²

Em análise dos critérios previamente estabelecidos a respeito do plano da eficácia, é necessário verificar a existência dos pressupostos para a produção de efeitos: o fato e a norma jurídica.

Em aplicação analógica dos princípios, é possível conceituar a “norma jurídica” como a estrutura normativa que permite a criação dos *green bonds* na forma prevista na regulamentação aplicável. Tal adequação é observada (i) no cumprimento dos requisitos legais e regulamentares para a emissão de debêntures no mercado de ações, seja a lei das sociedades anônimas como as regulamentações da Comissão de Valores Mobiliários a respeito do tema; e (ii) no cumprimento dos SLBPs publicado pela ICMA, que, apesar de não ter força de regulamentação, é o padrão aceito pelos membros participantes do mercado.

Em complemento, se observa o “fato jurídico”, estritamente no plano da análise das metas de sustentabilidade, como a existência de fato que produz consequências jurídicas. No caso, o fato é a necessidade de descarbonização das atividades empresariais da Via Varejo S.A. em linha com as práticas de sustentabilidade e que gera a obrigação, perante os investidores titulares da emissão de debêntures, de comprometer-se com a utilização de energias renováveis sob penalidade de aumento do cupom a ser destinado aos titulares das debêntures.

A meta sustentável de utilização de energia renovável foi criticada por gestores do mercado, uma vez que a atividade da companhia (comércio varejista) não implica no uso intensivo de energia, de forma que atrelar o rótulo “verde” à sua reputação perante o mercado seria uma forma de evitar tomar atitudes que contribuíssem positivamente ao meio ambiente ao mesmo tempo que são materialmente relevantes às atividades da companhia, como metas de reciclagem de embalagens e redução dos gases de efeito estufa emitidos nas entregas dos produtos da companhia⁵³.

Diante disso, indaga-se: os pré-requisitos para a consideração do *bond* como eficaz, isto é, idôneo a produzir efeitos foram verificados? É possível afirmar que foram cumpridos os requisitos normativos. Isto é, a oferta de emissão de debêntures com metas de sustentabilidade

⁵² ADACHI, Vanessa. VIRI, Natalia. Capital Reset: Em emissão com rótulo ESG, Via Varejo é criticada por metas fracas. Disponível em <https://www.capitalreset.com/em-emissao-com-rotulo-esg-via-varejo-e-criticada-por-metas-fracas/> acesso em 29 de outubro de 2022.

⁵³ADACHI, Vanessa. VIRI, Natalia. Capital Reset: Em emissão com rótulo ESG, Via Varejo é criticada por metas fracas op. cit.

seguiu todos os ritos legais e regulamentares bem como atendeu às melhores práticas do mercado de capitais sustentável.

Entretanto, ao estabelecer metas pouco ambiciosas, ou materialmente pouco relevantes à companhia, é posta em questão a base fática para a produção de efeitos. Qual é o benefício ambiental positivamente auferido em face do ganho reputacional à Via Varejo ao posicionar-se como uma empresa sustentável? Embora o fato jurídico, em aplicação analógica, não seja inexistente no *bond*, não é possível apontá-lo como suficiente à produção de efeitos almejada.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho teve como objetivo evidenciar o estado do financiamento privado sustentável no mercado de capitais brasileiro. Primeiramente, é importante observar que várias empresas entendem a importância da preservação ambiental, não apenas pelo imperativo moral de conservação da natureza, mas também como estratégia de longo prazo para preservação de suas atividades.

Dito isso, é necessário que as empresas participantes elevem sua ambição para atender à urgência da crise climática enfrentada mundialmente, especialmente por, numa economia de mercado globalizada, exercerem poder político e econômico significativo, sob o risco de renunciarmos ao progresso sustentável em nome do benefício reputacional sem ação ambiental que o suporte.

Tal ação deverá ser apoiada por entidades governamentais, a nível internacional e nacional. No caso brasileiro, é necessário encontrar meios de incentivo ao financiamento privado sustentável em linha com o estado da arte da ciência, de forma a colocar o Brasil como referência na preservação ambiental.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ADACHI, Vanessa. VIRI, Natalia. Capital Reset: Em emissão com rótulo ESG, Via Varejo é criticada por metas fracas. Disponível em <https://www.capitalreset.com/em-emissao-com-rotulo-esg-via-varejo-e-criticada-por-metas-fracas/> acesso em 29 de outubro de 2022.

ANBIMA. Mercado de Capitais encerra 2021 com R\$ 596 bilhões em captações. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/mercado-de-capitais-encerra-2021-com-r-596-bilhoes-em-captacoes-8A2AB2887E4BC696017E4EE5EFA80CC9-00.htm Acesso em 25 de setembro de 2022.

ANTUNES, Paulo de B. Direito Ambiental. São Paulo: Grupo GEN, 2021, p. 2. E-book. ISBN 9788597027402. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597027402/>. Acesso em: 24 out. 2022.

B3 – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. Certificados de Recebíveis Imobiliários. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-fixa/certificados-de-recebiveis-imobiliarios.htm#:~:text=O%20Certificado%20de%20Receb%20%C3%ADveis%20Imobili%C3%A1rios,o%20valor%20investido%20\(principal\)](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-fixa/certificados-de-recebiveis-imobiliarios.htm#:~:text=O%20Certificado%20de%20Receb%20%C3%ADveis%20Imobili%C3%A1rios,o%20valor%20investido%20(principal).). Acesso em 18 de setembro de 2022.

BORBA, José Edwaldo T. **Direito Societário**. São Paulo: Grupo GEN, 2022. E-book. ISBN 9786559772810. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786559772810/> Acesso em: 13 out. 2022.

BOUR, Tom. The green bond premium and non-financial disclosure: Financing the future, or merely greenwashing? Originalmente apresentada como dissertação de mestrado. Universidade de Maastricht Acesso em: 17 de setembro de 2022

BRASIL. Lei n 6.385/76, 7 de dezembro de 1976. **Diário Oficial da União**. Brasília-DF. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16385.htm

BRASIL. Lei nº 6.404/76, 15 de dezembro de 1976. **Diário Oficial da União**. Brasília-DF. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm

BRASIL. Lei 9.514/97, 20 de novembro de 1997 **Diário Oficial da União**. Brasília-DF. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19514.htm

BRASIL. Lei nº 11.076/2004, 30 de dezembro de 2004. **Diário Oficial da União**. Brasília-DF. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/111076.htm

BRASIL. Lei nº 14.430/2022, 03 de agosto de 2022. **Diário Oficial da União**. Brasília-DF. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19514.htm

BRF S.A. Finanças Sustentáveis BRF Global. Disponível em: <https://www.brf-global.com/sustentabilidade/como-atuamos/financas-sustentaveis/>. Acesso em 18 de outubro de 2022.

BRF S.A. - Relatório Green Bond 2016, disponível em: https://www.brf-global.com/wp-content/uploads/2018/03/RELATORIO-GREEN-BONDS-PORT_FINAL_withCR.pdf.

Acesso em 18 de outubro de 2022.

CAPITAL RESEARCH. Securitização: o que é, exemplos e títulos no mercado. Disponível em: <https://capitalresearch.com.br/blog/securitizacao/> Acesso em 18 de setembro de 2022.

CEBDS: Guia para emissão de títulos verdes no Brasil 2016. Disponível em: https://cebds.org/wp-content/uploads/2016/10/CEBDS_Guia-emissao-titulos-verde_ING_2016.pdf pg. 7. Acesso em 15 de outubro de 2022.

CHIAPPINI, Gabriel, BC está preocupado em coibir *greenwashing* na emissão de títulos, diz Campos Neto. EPBR. Disponível em: <https://epbr.com.br/bc-esta-preocupado-em-coibir-greenwashing-na-emissao-de-titulos-diz-campos-neto/>. Acesso em 08 de outubro de 2022.

CHILUKURI, Siri. GREEN, Miranda. The Guardian: The dark secrets behind big oil's climate pledges. Disponível em: <https://www.theguardian.com/environment/2021/nov/04/dark-secrets-big-oil-climate-pledges-greenwashing> Acesso em 29 de outubro de 2022.

CLIMATE BONDS INITIATIVE. Approved Verifiers. Disponível em: <https://www.climatebonds.net/standard>. Acesso em 18 de outubro de 2022.

CLIMATE BONDS INITIATIVE. Climate Bonds Standard and Certification Scheme. Disponível em: <https://www.climatebonds.net/standard>. Acesso em 18 de outubro de 2022.

COUTO, Reinaldo; CAPAGIO, Álvaro do C. Curso de Direito Administrativo. São Paulo: Editora Saraiva, 2022. E-book. ISBN 9786553620452. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786553620452/>. Acesso em: 26 out. 2022.

¹ v. 40

ICMA. Sustainability-Linked Bond Principles (SLBP). Disponível em: <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/sustainability-linked-bond-principles-slbp/>. Acesso em 18 de outubro de 2022

DUDA, E.N., SILVA D. J. C., LAGIOIA, U.C.T., SANTOS, M.A. Cultura Sustentável Rima com Bom Desempenho? Um Estudo das Empresas Listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). Revista de Gestão Social e Ambiental, v. 16. n.2. p.1-18, 2022.

GOULART, Eduardo. OCCRP. How ilegal land grabs in Brazil's Amazon feed the global beef industry. Disponível em: <https://www.occrp.org/en/investigations/how-illegal-land-grabs-in-brazils-amazon-feed-the-global-beef-industry> Acesso em 18 de outubro de 2022.

ISTOÉ DINHEIRO: Suzano emite 1º bond da América Latina com meta de inclusão. Disponível em: <https://www.istoedinheiro.com.br/suzano-emite-1-o-bond-da-america-latina-com-meta-de-inclusao/>. Acesso em 29 de outubro de 2022.

LIMA, Alberto Jorge Correia de B. Direito Penal Constitucional: A imposição dos princípios constitucionais penais, 1ª edição. São Paulo.: Editora Saraiva, 2012. E-book. ISBN 9788502146426. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788502146426/>. Acesso em: 30 set. 2022.

MAMEDE, Gladston. Direito Societário - Sociedades Simples e Empresárias. São Paulo. Atlas. 2019: 11. Ed.

MCGRATH, Matt. Mudanças climáticas: novo relatório do IPCC adverte sobre impactos 'irreversíveis', BBC Brasil. Disponível em: <https://www.bbc.com/portuguese/internacional-60554761>. Acesso em 10 de novembro de 2022.

MENDES, Luiz Henrique. Pipeline. JBS lança título de R\$ 1 bi atrelado à meta de controle de origem do gado. Disponível em. <https://pipelinevalor.globo.com/negocios/noticia/jbs-lanca-titulo-de-r-1-bi-atrelado-a-meta-de-controle-de-origem-do-gado.ghtml>. Acesso em 18 de outubro de 2022.

MELLO, Marcos Bernardes D. Teoria do fato jurídico - Plano de eficácia. São Paulo: Editora Saraiva, 2019. E-book. ISBN 9788553611874. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788553611874/> . Acesso em: 25 out. 2022.

ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS. Acordo de Paris. Disponível em <https://brasil.un.org/sites/default/files/2020-08/Acordo-de-Paris.pdf> p. 30. Acesso em 04/10/2022

ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS. Declaração da Conferência da ONU no Ambiente Humano. Disponível em: https://cetesb.sp.gov.br/proclima/wp-content/uploads/sites/36/2013/12/estocolmo_mma.pdf Acesso em 17 de setembro de 2022

ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS. Declaração do Rio sobre Meio Ambiente e desenvolvimento. Disponível em: https://cetesb.sp.gov.br/proclima/wp-content/uploads/sites/36/2013/12/declaracao_rio_ma.pdf Acesso em 25 de setembro de 2022

PINHEIRO, Juliano L. **Mercado de Capitais**. São Paulo: Grupo GEN, 2019. E-book. ISBN 9788597021752. Disponível em:

<https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597021752/>. Acesso em 18 de setembro de 2022.

RIVAS, Katherine. InfoMoney. Puxadas por debêntures, emissões de valores mobiliários atingem recorde e somam R\$722 bilhões em 2021. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/onde-investir/puxadas-por-debentures-emissoes-de-valores-mobiliarios-atingem-recorde-e-somam-r-722-bilhoes-em-2021/> Acesso em 17 de setembro de 2022.

SARLET, Ingo W.; FENSTERSEIFER, Tiago. Princípios do direito ambiental . [Digite o Local da Editora]: Editora Saraiva, 2017. E-book. ISBN 9788547218607. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788547218607/> Acesso em: 23 out. 2022.

SILVA, Virgílio Afonso da. O proporcional e o razoável. Disponível em <https://constituicao.direito.usp.br/wp-content/uploads/2002-RT798-Proporcionalidade.pdf> acesso em 23 de outubro de 2022

SITAWI FINANÇAS DO BEM - Parecer de Segunda Opinião, Debênture Verde da TSM, Subsidiária da Alupar, disponível em: <https://apicatalog.mziq.com/filemanager/v2/d/7055e766-fc6d-42b3-9911-c19f8e89875a/d196e33e-119c-7d12-9246-4cef7dd9a4d0?origin=1>. Acesso em 18 de outubro de 2022

SITAWI FINANÇAS DO BEM: Operações Brasileiras Sustentáveis de Crédito, disponível em: https://docs.google.com/spreadsheets/u/1/d/e/2PACX-1vRDp7Z82Qovj9VuupGGQGSiBi66hQPdRL5ucb6kZ80HyjtQtVjtf7Qekh99_DVs2FRG-8ADHE05ASP/pubhtml, acessado em 07 de outubro de 2022.

SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A. Formulário de Referência 2022. Disponível em https://s1.q4cdn.com/987436133/files/doc_downloads/2022/08/FRE/FRE-v4.pdf Acesso em 27 de outubro de 2022.

VIA VAREJO S.A. Formulário de Referência 2022. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/ce9bff9f-fb19-49b9-9588-c4c6b7052c9c/3ad0174c-5aa8-57c5-e5ca-06c95a145826?origin=1> Acesso em 30 de outubro de 2022.

VIRGO COMPANHIA DE SECURITIZAÇÃO. PROSPECTO DEFINITIVO (...) JBS S.A. 2021. Disponível em: https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-jbs-prospectodef/21-12-21_003309_cra-virgo-jbs-def_red.pdf Acesso em 18 de outubro de 2022.

WEDY, Gabriel. A evolução do direito ambiental e a sua definição no Brasil. Consultor Jurídico. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2019-mar-23/ambiente-juridico-evolucao-direito-ambiental-definicao-brasil> acesso em 10 de novembro de 2021.

TERMO DE AUTENTICIDADE DO TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

Eu, GUSTAVO DUTRA FERREIRA

discente regularmente matriculado(a) na disciplina TCC II, da 10ª etapa do curso de Direito, matrícula nº (inserir TIA), período (inserir período), turma (inserir turma), tendo realizado o TCC com o título: GREENWASHING OU SUSTENTABILIDADE? ESTUDO DOS TÍTULOS VERDES EMITIDOS POR COMPANHIAS BRASILEIRAS sob a orientação do(a) Professor(a) ANA FLÁVIA MESSA declaro para os devidos fins que tenho pleno conhecimento das regras metodológicas para confecção do Trabalho de Conclusão de Curso (TCC), informando que o realizei sem plágio de obras literárias ou a utilização de qualquer meio irregular.

Declaro ainda que, estou ciente que caso sejam detectadas irregularidades referentes às citações das fontes e/ou desrespeito às normas técnicas próprias relativas aos direitos autorais de obras utilizadas na confecção do trabalho, serão aplicáveis as sanções legais de natureza civil, penal e administrativa, além da reprovação automática, impedindo a conclusão do curso.

São Paulo, 11 de novembro de 2022.

Gustavo Dutra Ferreira

Assinatura do discente