

TRANSFORMANDO OS MERCADOS DE

TÍTULOS VERDES

**INOVAÇÃO E TECNOLOGIA FINANCEIRA
PARA A AMÉRICA LATINA E O CARIBE**



Na década de 2010 assistimos a alguns avanços e a entrada em cena de novos mecanismos para direcionar recursos financeiros privados para atividades de mitigação e adaptação climática. Estes avanços foram apoiados pela adoção generalizada da inovação tecnológica, tanto na indústria quanto nas finanças, assim como no compromisso público de mobilizar fundos privados incrementais. Nesse contexto, os Títulos Verdes emergiram como uma das ferramentas mais promissórias.

por **JUAN ANTONIO KETTERER, MARIA NETTO e LUCIANO SCHWEIZER**

A gênese do Título Verde esteve fortemente respaldada por uma classe crescente de investidores, disposta seja a pagar um prêmio ao apoio do investimento em atividades amigáveis para o clima, ou mesmo condicionando parte destes ao atendimento deste fim. Um instrumento de renda fixa rotulado como “verde” garantiria aos investidores a disponibilidade de uma potencial classe de ativos alinhada com suas estratégias de investimento, viabilizando, desta maneira a formação de um mercado de Títulos Verdes.

Os instrumentos de renda fixa são um encaixe natural para ativos de infraestrutura de baixo carbono, caracterizados por serem geralmente intensivos no consumo de capital na fase de construção e proporcionando um fluxo de renda a longo prazo. A promoção de um mercado de títulos verdes profundo e global tem como vantagem facilitar consideravelmente o acesso a fontes relativamente mais baratas para os empreendedores que procuram financiar seus projetos verdes; além de permitir expandir as oportunidades para investidores que buscam ativos ambientalmente amigáveis ou aumentar a participação de empreendimentos dessa natureza em suas carteiras.

“

A promoção de um mercado de Títulos Verdes profundo e global tem como vantagem facilitar consideravelmente o acesso a fontes relativamente mais baratas para os empreendedores que procuram financiar seus projetos verdes.

”

Embora as emissões de títulos verdes venha exibindo um crescimento notável, o tamanho do mercado ainda é marginal se comparada ao mercado global de títulos convencionais (menos de 1%), bem como seu desenvolvimento tem se dado de forma desigual, ao estar bastante concentrado em poucas regiões ou países emissores e também setorialmente. A Europa, os EUA e, mais recentemente, a China, são claramente os atores dominantes e focados em projetos de energia renovável, apesar do vasto potencial de investimento verde em outros setores, nas regiões emergentes e em desenvolvimento, incluindo a América Latina e o Caribe (ALC) (o BID estima que as necessidades de investimento em infraestrutura na ALC são da ordem de US\$ 250 bilhões ao ano, com cerca de US\$ 30 bilhões adicionais para atender as necessidades de ação climática, ver Serebrisky, Tomás, *Infraestructura sostenible para la competitividad y el crecimiento inclusivo, Estrategia de Infraestructura del BID*, 2014).

A promessa mais importante dos títulos verdes – a existência de “prêmio verde”, i.e. um custo de financiamento menor – não se materializou de forma relevante. Embora os rendimentos oferecidos pelos títulos verdes ainda sejam uma questão de debate, não é possível identificar um diferencial consistente, de forma que as vantagens dos títulos verdes versus títulos convencionais foram consideradas relativamente insignificantes, na faixa de 0 a 3 pontos base (pbs) (ver Zerbib, O., *Is There a Green Bond Premium? The Yield Differential Between Green and Conventional Bonds*, maio 2018; e *Green Bond Pricing in the Primary Market: January - June 2018, Climate Bond Initiative*, outubro, 2018).

Adicionalmente, há a presunção de um aumento do custo de transação, devido à necessidade de assegurar aos investidores que os recursos captados com a emissão dos títulos sejam, de fato, direcionados para investimentos “verdes”, demandando a estruturação, monitoramento e preparação de relatórios com os resultados, considerados como sendo mais complexos e onerosos se comparados às emissões correntes. Porém, os custos associados à rotulagem de um título como “verde” dependerão de muitos fatores relacionados às características da emissão (tanto em respeito ao emissor quanto aos ativos que respaldarão a emissão) e, conseqüentemente, ao tipo de processos de certificação e verificação utilizados.

O fornecimento de garantias mais sólidas para apoiar o rótulo verde – por exemplo, adicionando revisões externas por um segundo ou terceiro autorizado – tem um custo adicional, que pode ser relevante especialmente no caso de emissões menores ou emissores iniciantes (Os custos de segunda opinião ou de garantia de terceiros são estimados entre



A diferença entre um título verde e um equivalente clássico “plain vanilla” emitido pelo mesmo emissor reside apenas num aspecto: o compromisso e os sistemas internos do emissor que garantam que os recursos serão utilizados exclusivamente para financiar investimentos considerados verdes.



US\$10.000 e US\$100.000. Ver *Green Bonds: Country Experiences, Barriers and Options, In support of the G20 Green Finance Study Group, OECD*, 2016). De acordo com o Banco de Compensações Internacionais, BIS (2017), o custo limite superior de uma avaliação “verde” por uma agência de notação de risco importante não deve ser superior ao custo de uma notação de risco normal (até 3 a 5 pontos de base do valor de emissão).. O impacto relativo dos custos de monitoramento também pode variar muito, dependendo do grupo específico de ativos financiados, como linhas mais heterogêneas e envolvendo estrutura mais complexa.

Existem vários campos de ação que podem ser explorados a fim de melhorar o estado dos mercados de títulos verdes, em particular há um grande potencial de considerar medidas inovadoras para melhorar o perfil de risco e reduzir os custos de transação.

1. PERFIL DE RISCO DO INSTRUMENTO

A diferença entre um título verde e um equivalente clássico “plain vanilla” emitido pelo mesmo emissor reside apenas num aspecto: o compromisso e os sistemas internos do emissor que garantam que os recursos serão utilizados exclusivamente para financiar investimentos considerados verdes. Entre-

tanto, do ponto de vista exclusivamente financeiro, este aspecto por si só não afeta o perfil de risco-retorno do título. As agências de *rating* estão em um processo de exploração inicial de avaliar a “ecologização” para além da qualidade do crédito, desenvolvendo ferramentas mais sistemáticas que permitam integrar critérios ambientais, sociais e de governança (ESG, do inglês *Environmental, Social and Governance*) como parte de sua avaliação de risco financeiro (Desde o lançamento do ESG in *Credit Ratings Initiative* em 2016, o PRI vem trabalhando com investidores e agências de rating para promover a consideração dos fatores ESG na análise de risco de crédito. Ver *ESG, Credit Risk and Ratings - Parte 3: Exploring the Disconnects*, PRI for UNEP-FI, janeiro 2019), uma conexão razoável se analisarmos o impactos que desastres ambientais e sociais recentes tiveram sobre o fluxo de caixa de projetos e valor de empresas.

Entretanto, poderia pensar-se em alternativas para tornar mais rentáveis a emissão de títulos verdes, para tanto, o perfil de risco precisaria ser alterado de alguma forma. Existem duas vias principais para alcançar isso: (i) diminuir o risco do título verde com a oferta de garantias adicionais significativas; e (ii) diminuir o risco do título verde com uma garantia de crédito parcial emitida por um terceiro com uma classificação de crédito superior à do emissor do título. Analisamos a seguir algumas alternativas:

A. Covered bonds: Para proporcionar aos investidores uma garantia adicional ao crédito sobre o emissor, o conceito de *covered bonds* (títulos garantidos) pode ser uma resposta. O *covered bond* é um título garantido contra um conjunto de ativos que cobre direitos de indenização em caso de descumprimento, proporcionando aos investidores o recurso contra o emissor e o conjunto de ativos de garantia (cobertura adicional ou duplo recurso). Diferentemente dos demais instrumentos de securitização de dívidas (e.g. *asset-backed securities* – ABS que estão sendo usados para títulos verdes desde 2014, especificamente nos EUA pela emissão regular de títulos garantidos por hipotecas verdes (*Green Mortgage Backed Securities bonds*) da Fannie Mae), num *covered bond*, tanto a dívida, como o conjunto de ativos subjacentes, permanecem no saldo do emissor (ou seja, o risco não é transferido do emissor para o investidor). Esta estrutura de duplo recurso permite que os *covered bonds* tenham um perfil de risco mais baixo e ratings de crédito superiores (com base apenas na qualidade da garantia específica do *cover pool* registrado). Um risco mais baixo implica prêmio de risco mais baixo, reduzindo, por sua vez, os custos de financiamento dos emissores em relação a títulos semelhantes não garantidos. Para além do elemento de redução do risco, um *covered bond* pode também ser uma ferramenta útil para agregar ativos subjacentes de menor dimensão, ajudando a desenvolver reservas



Para proporcionar aos investidores uma garantia adicional ao crédito sobre o emissor, o conceito de *covered bonds* (títulos garantidos) pode ser uma resposta. O *covered bond* é um título garantido contra um conjunto de ativos que cobre direitos de indenização em caso de descumprimento, proporcionando aos investidores o recurso contra o emissor e o conjunto de ativos de garantia (cobertura adicional ou duplo recurso).



de projetos de pequena escala normalmente encontrados em alguns setores (e.g. agricultura sustentável, eficiência energética de pequenas e médias empresas, e habitação) e, particularmente, relevantes nas economias emergentes. Os *covered bonds* estão normalmente sujeitos à regulamentação específica - e, por vezes, afetos também à legislação.

Os Bancos Multilaterais de Desenvolvimento (BMDs) como o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), podem apoiar os países a identificar ativos verdes conjuntamente com coberturas potenciais, incluindo o desenvolvimento ou aperfeiçoamento de normas, definições, regulamentação, de forma a tornar os títulos garantidos verdes viáveis e atraivos para emissores e investidores. Além disso, os BMDs podem facilitar a disponibilidade de ativos de boa qualidade elegíveis para o fundo comum de cobertura da obrigação, fornecendo recursos ou mecanismos para fortalecer linhas de financiamento ecológicos por bancos nacionais de desenvolvimento ou outros emissores potenciais de título.

FINANÇAS SUSTENTÁVEIS

B. Garantias parciais de crédito: Uma segunda alternativa para melhorar o perfil de risco dos títulos verdes, sobretudo para os grandes emissores, são as garantias parciais de crédito emitidas por terceiros. Em geral, quando uma obrigação financeira é reforçada por uma garantia de crédito emitida por uma entidade tripla A, o *rating* do título aumenta em proporção à cobertura dos pagamentos pela garantia. Os regimes de garantia ajudam a gerir os riscos de um instrumento financeiro, isolando os riscos críticos e transferindo-os para outros intervenientes mais capazes de gerenciá-los ou mesmo absorvê-los. O instrumento pode ser eficaz para facilitar o investimento privado em setores de maior risco, com presença de assimetrias de informação, mas também contribui para o desenvolvimento dos mercados financeiros e para a utilização eficiente dos fundos públicos, em especial para as infraestruturas. Embora exista custo associado à emissão de uma garantia, é bastante fácil identificar seus benefícios em termos da mitigação da estrutura e distribuição dos riscos vinculados ao título. A alavancagem da classificação de crédito tripla A dos BMDs, através da utilização de garantias parciais de crédito ou mesmo *full wrap* (em casos que assim o justifiquem), pode adequar os títulos verdes ao apetite de risco dos investidores institucionais. Adicionalmente, o apoio através da garantia permitiria que novos investidores se familiarizassem com as oportunidades existentes na ALC, impulsionando eficientemente os mercados locais de títulos verdes (De fato, os bônus verdes emitidos na ALC entre 2014 e 2017 se beneficiaram amplamente das garantias ou garantias parciais do governo e/ou bancos regionais e multilaterais. Ver *The rise of green bonds: financing for development in Latin America and the Caribbean, Economic Commission for Latin America and the Caribbean (ECLAC)*, outubro 2017)).

2. APERFEIÇOAMENTO DO MARCO OPERACIONAL PARA REDUZIR OS CUSTOS TRANSACIONAIS

O segundo fator que reduz a atratividade na emissão de títulos são alguns custos de transação incrementais quando comparados com emissões tradicionais. Isto é particularmente verdade no caso de pequenas ou primeiras emissões, bem como no caso de emissões respaldadas por carteiras de projetos:

- (i) amplas e diversificadas,
- (ii) geograficamente dispersas; ou
- (iii) em setores cujo monitoramento é geralmente mais caro (e.g. uso da terra, agricultura etc).

O aumento do custo transacional tem três origens principais: (i) observação regulatória; (ii) estruturação de títulos

verdes; e (iii) acompanhamento e preparação de relatórios quanto ao uso dos recursos. A seguir analisamos brevemente cada um destes itens:

A. Observação regulatória: Os marcos proporcionados por políticas e regulamentações desempenham um papel importante no incentivo ao crescimento e à integridade dos mercados de títulos verdes. Seus requerimentos diferem de país para país, dependendo do nível de desenvolvimento de um mercado de títulos, da estrutura de investimento local de longo prazo, da base de investidores locais e internacionais etc. A fim de proporcionar aos investidores internacionais um maior acesso e confiança aos mercados locais, os decisores de políticas e os reguladores terão de abordar a maioria dos aspectos do processo de emissão, incluindo definições e requisitos de divulgação, mercados (listagem e negociação) e compensação, liquidação e custódia.

Também é conveniente trabalhar com bolsas de valores por proporcionar um panorama mais amplo de liquidez, possibilidade de diversificação geográfica e de acesso à investidores. As bolsas de valores podem ajudar no desenvolvimento de critérios e índices de cotação de títulos verdes para facilitar a interação com investidores (ver *The Role of Exchanges in Accelerating the Growth of the Green Bond Market, Climate Bonds Initiative*, maio 2017). Os BMDs, como é o caso do BID, podem apoiar no estabelecimento de diálogo com governos e reguladores nacionais, bem como a colaboração com investidores, emissores entre outros atores (agências de classificação, certificadoras, auditores), para o desenvolvimento de ambientes regulatórios que facilitem a emissão de títulos verdes.

B. Estruturação dos Títulos Verdes: Mesmo contando com regulamentação adequada, as lacunas de conhecimento e de capacidade na estruturação de títulos podem acrescentar custos adicionais à tarefa de montar uma transação de títulos verdes. Na ALC, a maioria dos emissores locais necessitam cumprir a curva de aprendizagem e desenvolvimento de competências relacionadas às especificidades da transação com títulos verdes. Os MDBs podem ajudar em diferentes níveis:

- (i) estratégico, em torno dos blocos fundamentais de construção do mercado de títulos verdes, entre os quais educação e treinamento de emissores potenciais e existentes, promoção de networking entre investidores locais e internacionais, acesso a mercados internacionais, e padronização de definições e processos orientados ao mercado.

Promoção de regulação favorável aos **Títulos Verdes** através do **Laboratório de Inovação Financeira (LAB)**

Por meio da iniciativa do LAB, apoiada pelo BID desde 2017, e promovendo interação público-privada do setor financeiro, o Governo do Brasil deverá simplificar procedimentos e a desenvolver regulamentação para facilitar a emissão de títulos verdes. O LAB atua na produção de soluções e produtos concretos para duas frentes principais:

1- Criação de um espaço de diálogo entre os reguladores (Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Banco Central (BCB), Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) e Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC)), ministérios afins, bancos e associações de investidores (incluindo seguros e fundos de pensão), bolsas de valores e atores internacionais, como o CBI – Climate Bonds Initiative. As discussões estão focadas na análise e estudo de questões fundamentais como em mudanças e melhorias regulatórias e boas práticas a serem promovidas no mercado.

2- Proporcionar insumos para apoiar o processo de decisão dos *policymakers* responsáveis por políticas e regulamentação afetos aos mercados financeiro e de capitais.

Neste marco, o LAB já apresentou recomendação para alterar o Decreto 8.874/2016 (Lei 12.431/2011), que regula os critérios para aprovação de projetos de



investimento considerados prioritários pelo Governo Federal. A proposta de ajuste propõe que os projetos qualificados pelo atendendo a critérios de responsabilidade ambiental ou impacto social positivo em determinadas

comunidades vulneráveis recebessem um tratamento prioritário na mesma linha que o tratamento de projetos priorizados no Programa de Parcerias de Investimento (PPI). Da mesma forma, o grupo produziu recomendações específicas para a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a fim de ajustar a regulamentação para debêntures que seriam certificadas como verdes, aumentar a flexibilidade na forma como os fundos de investimento em infraestrutura são autorizados a operar e estimular as emissões de títulos verdes.

O LAB também ajudou a avaliar áreas em que não há necessidade de intervenção governamental, ou seja, fornecer garantias baseadas em evidências ao Governo sobre a possibilidade de utilizar as métricas internacionais de títulos verdes existentes, em vez de desenvolver métricas nacionais facilitando o alinhamento do mercado nacional com o internacional para esta classe de ativo.

O BID está replicando o modelo LAB no México, lançado em abril de 2019, e avaliando o interesse de outros países em replicar a iniciativa.

(ii) operacional, pode ser prestada assistência aos emissores nas fases do processo. Isso inclui: identificação do pipeline de projetos elegíveis, fornecer informações e estudos de caso sobre opções de estrutura dos títulos, organização de road shows, desenho de processos de monitoramento e avaliação, assistência na contratação de serviços requeridos (assessoria financeira, subscrição, agências de classificação de risco, fornecedores de segunda opinião e empresas de auditoria).

C. Tecnologia DLT - Distributed Ledger Technologies:

Transparência e prestação de informações constituem uma importante característica distintiva dos títulos verdes. Informações transparentes, precisas e oportunas sobre a utilização dos recursos são essenciais para os investidores, para respaldar sua confiança no impacto climático positivo proporcionado pelo seu investimento. A gestão da informação requerida neste processo pode terminar por representar uma fonte de custos adicionais, dependendo de como os sis-

O BID e os Títulos Verdes na ALC

O BID é reconhecido como um líder transformacional na promoção de finanças verdes e assistência técnica para a implementação das metas de Paris. Seu compromisso manifesto em alinhar suas operações para ajudar os países da ALC a entregar suas Contribuições Nacionalmente Determinadas (CNDs), se materializa com a oferta de apoio financeiro e técnico e incentivando o diálogo interministerial e a consistência das políticas em prol investimentos efetivos frente aos compromissos assumidos.

A ampla experiência no campo, as parcerias com atores políticos e financeiros chave em vários países da região, e a forte presença no mercado internacional de títulos verdes, tem servido como um importante aporte do BID

para o trabalho colaborativo com os países da ALC na avaliação e estruturação da emissão de títulos verdes e sustentáveis em mercados locais e internacionais (ver *Green and Sustainable Bonds*). Seus programas de assistência técnica financiados pelos governos suíço (SECO), alemão (IKI) e chinês, pelo menos dez instituições foram beneficiadas até meados de 2019, com a emissão de US\$ 480 milhões no México, Colômbia e Argentina, incluindo o primeiro título verde emitido no mercado local do México associado ao agronegócio. Igualmente importante tem sido as iniciativas inovadoras para viabilizar os mercados de títulos verdes com *webinars* e apoio ao desenvolvimento de regulação através do Laboratório de Inovação Financeira no Brasil.

temas das empresas estejam organizados. Novas tecnologias podem ser a chave para encontrar maneiras econômicas de executar as funções de gerenciamento de informações necessárias. Por exemplo, a rápida evolução das *Distributed Ledger Technologies (DLT)*, análogas a *Blockchain*, podem melhorar a forma como o rastreamento de títulos verdes e seus compromissos de investimento são cumpridos, adicionando eficiência e confiabilidade.

O uso de DLT permite que as informações armazenadas e as transações registradas tornem-se fundamentalmente imutáveis, incorruptíveis e irreversíveis, garantindo a integridade e rastreabilidade para atender aos investidores. Além disso, as informações relevantes podem ser disponibilizadas em tempo real a todos os interessados, bem como proporciona maior segurança geral ao sistema, em relação a uma alternativa centralizada.

Adicionalmente, o uso de DLT proporciona objetividade da conformidade na utilização dos recursos, desde a construção/comissionamento até a implementação e operação dos projetos, que podem incluir os impactos ambientais e sociais associados, permitindo também que todos os intervenientes compreendam melhor os focos originários dos problemas que permitam aperfeiçoamento de futuras emissões.

Uma plataforma segura e pública onde os processos de acompanhamento, definições e verificação a nível de projeto são registrados, fornecendo evidências acessíveis de atendimento aos compromissos, e com potencial de redução nos custos de *due diligence* e preparação de relatórios.

Nesse contexto o BID está desenvolvendo uma plataforma DLT para oferecer a vantagens conexas para os emissores de títulos verdes na ALC e promover maior transparência e rastreamento dos títulos por investidores e mercado em geral, a plataforma será lançada em 2020. **RI**

JUAN ANTONIO KETTERER

é chefe da divisão de conectividade, mercados e finanças do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID).
juank@iadb.org

MARIA NETTO

é especialista líder em mercados de capitais e instituições financeiras no Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID).
mnetto@iadb.org

LUCIANO SCHWEIZER

é especialista líder de mercados financeiros da divisão de conectividade, mercados e finanças (CMF/IFD) do BID no Brasil.
lucianos@iadb.org