

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO

JOÃO DEMÉTRIO CALFAT NETO

**SUSTAINABILITY-LINKED BONDS NO BRASIL: UMA ANÁLISE DOS DIREITOS
E OBRIGAÇÕES VINCULADOS ÀS METAS E OBJETIVOS DE
SUSTENTABILIDADE EM ESCRITURAS DE EMISSÕES DE DEBÊNTURES**

SÃO PAULO

2024

JOÃO DEMÉTRIO CALFAT NETO

**SUSTAINABILITY-LINKED BONDS NO BRASIL: UMA ANÁLISE DOS DIREITOS
E OBRIGAÇÕES VINCULADOS ÀS METAS E OBJETIVOS DE
SUSTENTABILIDADE EM ESCRITURAS DE EMISSÕES DE DEBÊNTURES**

Dissertação de Mestrado submetida à Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV Direito SP), como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Direito e Desenvolvimento.

Área de Concentração: Direito dos Negócios e Desenvolvimento Econômico e Social.

Orientadora: Prof.^a Dra. Viviane Muller Prado

SÃO PAULO

2024

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
Ficha catalográfica elaborada pelo Sistema de Bibliotecas/FGV

Calfat Neto, João Demétrio.

Sustainability-linked bonds no Brasil : uma análise dos direitos e obrigações vinculados às metas e objetivos de sustentabilidade em escrituras de emissões de debêntures / João Demétrio Calfat Neto. - 2024.

138 f.

Orientador: Viviane Muller Prado.

Dissertação (mestrado) - Fundação Getulio Vargas, Escola de Direito de São Paulo.

1. Responsabilidade social da empresa. 2. Sustentabilidade. 3. Títulos (Finanças). 4. Títulos de crédito. I. Prado, Viviane Muller. II. Dissertação (mestrado) - Escola de Direito de São Paulo. III. Fundação Getulio Vargas. IV. Título.

CDU 336.763.3

JOÃO DEMÉTRIO CALFAT NETO

**SUSTAINABILITY-LINKED BONDS NO BRASIL: UMA ANÁLISE DOS DIREITOS
E OBRIGAÇÕES VINCULADOS ÀS METAS E OBJETIVOS DE
SUSTENTABILIDADE EM ESCRITURAS DE EMISSÕES DE DEBÊNTURES**

Dissertação de Mestrado submetida à Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV Direito SP), como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Direito e Desenvolvimento.

Área de Concentração: Direito dos Negócios e Desenvolvimento Econômico e Social.

Data do exame: 09/10/2024

Banca examinadora:

Prof.^a Dra. Viviane Muller Prado
(Orientadora)

Prof. Dr. Mario Engler Pinto Junior
(FGV Direito SP)

Prof.^a Dra. Gabriela de Oliveira Junqueira
(USP/Insper)

O presente trabalho foi realizado com apoio da Fundação Getulio Vargas, por meio da bolsa Mário Henrique Simonsen de Ensino e Pesquisa.

Aos meus pais, Joca e Vera, e
à minha mulher, Fernanda.

AGRADECIMENTOS

Agradecer no contexto de um trabalho que carrega o nome de apenas um autor é também uma forma de reconhecer que sem a ajuda e colaboração de muitas outras pessoas, não seria possível chegar até aqui. Sendo assim, gostaria de começar agradecendo à FGV Direito SP, por ter sido fonte de valiosos ensinamentos nos últimos 10 anos, e especialmente à coordenação, por ter conduzido com maestria e humanidade os pedidos feitos durante um período pessoal marcado por momentos desafiadores. Vocês são a prova de que excelência e humanidade podem caminhar lado a lado.

Agradeço à Prof.^a Viviane Muller Prado, minha orientadora, por todas as conversas de orientação e pela confiança, que foram essenciais para o desenvolvimento desse trabalho. Não poderia deixar de mencionar as observações e críticas feitas pela Prof.^a Gabriela de Oliveira Junqueira e pela Prof.^a Olívia de Quintana Figueiredo Pasqualetto no âmbito da banca de qualificação. Lhes agradeço profundamente pela leitura atenta e pelas colaborações feitas com maestria. Toda a orientação, as críticas e conversas foram essenciais ao desenvolvimento desta pesquisa e para o desenvolvimento da trajetória acadêmica deste autor. Ao Prof. Mario Engler Pinto Junior, por ter aceitado participar da banca de defesa e contribuir com o seu conhecimento para o aprimoramento dessa pesquisa.

Aos meus pais, Joca e Vera, por serem exemplo e terem me apoiado sempre durante a minha trajetória, seja nos momentos de risada ou nos tantos momentos em que a risada foi perdida. À minha mulher, Fernanda, por tornar a vida tão mais leve, estar sempre ao meu lado e por discutir saídas e construir juntos novas possibilidades – o seu apoio incondicional, todo o seu conhecimento, capacidade e o seu olhar atento foram essenciais para que pudesse chegar aonde estou. Não consigo imaginar um caminho sem ter vocês ao meu lado.

À minha família, que mesmo com a minha constante ausência sempre são um porto seguro que me recebe de braços abertos. À Tânia, Sônia e Dadão, meus tios e conselheiros tão amados que infelizmente me deixaram nesse período, mas que estarão eternizados em meus pensamentos. Para a Tita, minha eterna admiração e carinho. Não poderia deixar de agradecer à Dica, que desde sempre foi uma conselheira de muita importância na minha vida e que me ajudou a navegar as incertezas e sempre encontrar ou reencontrar os meus caminhos. Minha gratidão eterna.

Aos meus amigos e amigas de Avaré, sempre com muitas saudades. Aos meus companheiros de jornada no escritório, que seguraram as pontas para que eu pudesse me

ausentar e cansaram de me ouvir lamentar pelos quatro cantos sobre as intempéries de uma vida com múltiplas responsabilidades e discutir a minha pesquisa. Aos meus colegas do Mestrado Acadêmico, por todos os momentos compartilhados e por todas as trocas e conversas. Se desenvolver com certeza fica mais fácil quando estamos cercados de pessoas tão brilhantes.

RESUMO

O objetivo desta pesquisa é analisar como estão contratualmente regrados os direitos e obrigações relacionados às metas e objetivos de sustentabilidade em escrituras de emissão de debêntures qualificadas como *sustainability-linked bonds* (“SLB”) e emitidas no Brasil. Diante do contexto regulatório e de governança em que esses instrumentos se inserem, caracterizado por princípios internacionais de adesão voluntária, e pela ausência de regulamentação específica na legislação brasileira que defina parâmetros para sua estruturação, adotou-se uma abordagem predominantemente exploratória, desenvolvida em duas etapas. A primeira foi realizada por meio da análise documental de 14 escrituras de emissão de debêntures qualificadas como SLBs, contendo a descrição sistematizada das previsões contratuais sobre direitos e obrigações, organizada em três eixos principais: (i) definição e detalhamento das metas e objetivos de sustentabilidade; (ii) mecanismos de transparência e metodologias para aferição do progresso das metas e objetivos estabelecidos; e (iii) impactos do cumprimento ou descumprimento das metas e objetivos de sustentabilidade na estrutura de remuneração dos títulos. Na segunda etapa, considerando que os *Sustainability-linked Bond Principles* (SLBP), publicados pela *International Capital Markets Association* (ICMA), representam o conjunto pioneiro e exclusivo de princípios que estabelecem recomendações à nível global para a sua estruturação, foram destacados desalinhamentos entre as previsões contratuais analisadas e as orientações previstas nesses princípios, bem como discutidas - sob a perspectiva das partes contratantes - implicações decorrentes da correlação entre as previsões contratuais identificadas.

Palavras-chave: Sustainability-linked Bonds; Títulos Temáticos; Finanças Sustentáveis; Sustentabilidade.

ABSTRACT

The objective of this research is to analyze how the rights and obligations related to sustainability targets and objectives are contractually regulated in debenture indentures classified as sustainability-linked bonds (SLBs) issued in Brazil. In light of the regulatory and governance framework in which these instruments are embedded — characterized by international principles of voluntary adoption and the absence of specific regulations in Brazilian law defining parameters for their structuring — an exploratory approach was adopted, developed in two stages. The first stage involved a documentary analysis of 14 debenture indentures classified as SLBs, providing a systematic description of the contractual provisions concerning rights and obligations, organized into three main axes: (i) definition and detailed description of sustainability targets and objectives; (ii) transparency mechanisms and methodologies for measuring the progress of the established targets and objectives; and (iii) the effects of compliance or non-compliance with the sustainability targets and objectives on the remuneration structure of the indentures. In the second stage, considering that the Sustainability-Linked Bond Principles (SLBP), published by the International Capital Markets Association (ICMA), represent the pioneering and exclusive set of principles that establish global-level recommendations for structuring these bonds, misalignments between the analyzed contractual provisions and the guidelines set forth in these principles were identified, and implications arising from the correlation of the identified contractual provisions were discussed from the perspective of the contracting parties.

Keywords: Sustainability-linked Bonds; Thematic Bonds; Sustainable Finance; Sustainability.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Os contextos de desenvolvimento das finanças sustentáveis:.....	25
Figura 2 – Emissões de títulos temáticos no mercado internacional.....	29

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Dados ilustrativos da dimensão dos impactos socioambientais decorrentes da ação humana	20
Tabela 2 – Quadro-resumo das categorias selecionadas de títulos temáticos	27
Tabela 3 – Exemplos de cláusula de destinação de recursos (Green Bond e Sustainability-linked Bond)	31
Tabela 4 – Seleção de pontos relevantes acerca do contexto global dos SLBs, conforme indicados em relatório da CBI	39
Tabela 5 – Filtros de colunas e opções selecionáveis da base de dados	43
Tabela 6 - Características Gerais dos SLBs analisados	45
Tabela 7 – Temas e Indicadores Chave de Desempenho das Emissões de SLB analisadas	48
Tabela 8 – Metas e linhas de base (<i>baselines</i>) dos Indicadores Chave de Desempenho das Emissões de SLB analisadas	52
Tabela 9 – Previsão de limitações e mecanismos de contingência das metas e objetivos de sustentabilidade	56
Tabela 10 – Variações nas dinâmicas dos mecanismos de contingência <i>das emissões</i>	62
Tabela 11 – Métodos de aferição das metas e objetivos de sustentabilidade e indicação de verificadores externos	72
Tabela 12 – Síntese dos modelos de previsões contratuais estabelecendo obrigações aos agentes fiduciários	75
Tabela 13 – Mecanismos de variação da taxa remuneratória em vista do (não) atingimento dos objetivos e metas de sustentabilidade	90
Tabela 14 – Disposição dos dados analisados acerca dos mecanismos contratuais de variação dos juros remuneratórios em vista do (não) atingimento dos objetivos e metas de sustentabilidade previstos nas escrituras de emissão	93
Tabela 15 – Autorização para realização de resgate antecipado facultativo nos SLBs analisados	97

Tabela 16 – Autorização para realização de amortizações extraordinárias facultativas nos SLBs analisados.....	99
Tabela 17 – Impactos do (não) atingimento das metas e objetivos de sustentabilidade nos montantes devidos pelo resgate antecipado facultativo e amortização extraordinária facultativa nos SLBs analisados	101
Tabela 18 – Não atingimento das metas e objetivos de sustentabilidade enquanto causa de vencimento antecipado dos títulos e impactos do (não) atingimento no montante a ser pago nas hipóteses de decretação do vencimento antecipado	105
Tabela 19 – Impactos da desconsideração dos efeitos remuneratórios das metas e objetivos de sustentabilidade não aferidas no momento de aceleração da dívida	109
Tabela 20 – Análise dos fatores de redução do estímulo contratual para manutenção ou implementação de esforços para alcançar as metas e objetivos de sustentabilidade (cenário pós-aferição)	113

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
ASG	Ambiental, Social e Governança
B3	B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão
BRL	Reais
CBI	Climate Bonds Initiative
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DI	Depósito Interbancário
ESG	Environmental, Social and Governance
EUR	Euro
GSS	Green, social and sustainability
GSS+	Green, social, sustainability and sustainability-linked
ICMA	International Capital Market Association
IFC	International Finance Corporation
IPCC	Intergovernmental Panel on Climate Change
KPI	Key Performance Indicator
ODS	Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ONU)
ONU	Organização das Nações Unidas
SKPI	Sustainable Key Performance Indicator
SLB	Sustainability-linked Bonds
SLBPs	Sustainability-Linked Bond Principles
SPT	Sustainability Performance Target
USD	Dólar Americano

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO E CONTEXTUALIZAÇÃO	16
1. SUSTAINABILITY-LINKED BONDS NO CONTEXTO DAS FINANÇAS SUSTENTÁVEIS.....	20
1.1 FINANÇAS PARA A SUSTENTABILIDADE: UM BREVE PANORAMA DO PAPEL DO SETOR FINANCEIRO NO CONTEXTO DO DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL.....	20
1.2 TÍTULOS TEMÁTICOS NO CONTEXTO DAS FINANÇAS PARA A SUSTENTABILIDADE.....	26
1.3 A EMERGÊNCIA DOS SUSTAINABILITY-LINKED BONDS.....	30
1.3.1 Definição e os Sustainability-linked Bonds Principles.....	30
1.3.2 O mercado global de Sustainability-linked bonds.....	37
2. NOTAS METODOLÓGICAS E RECORTES DA PESQUISA.....	41
2.1 CARACTERÍSTICAS GERAIS DA PESQUISA.....	41
2.2 COLETA DE DADOS, RECORTES E SELEÇÃO DAS AMOSTRAS PARA ANÁLISE.....	42
3. ANÁLISE DAS DISPOSIÇÕES CONTRATUAIS DOS SLBS EM RELAÇÃO AOS DIREITOS E OBRIGAÇÕES VINCULADOS ÀS METAS E OBJETIVOS DE SUSTENTABILIDADE.....	48
3.1 PREVISÕES CONTRATUAIS ACERCA DO ESTABELECIMENTO DOS INDICADORES CHAVE DE DESEMPENHO (“KPIs” OU “SKPIs”) E DAS METAS DE SUSTENTABILIDADE (“SPTS”) NAS ESCRITURAS DE EMISSÃO.....	48
3.1.1 Definição e composição das metas e objetivos de sustentabilidade.....	48
3.1.2 Metas, linhas de base e frequência de aferição.....	52
3.1.3 Limitações e mecanismos de contingência (backup).....	56
3.1.4 Análise exploratória dos direitos e obrigações identificados à luz dos SLBPs e implicações contratuais sob a perspectiva das partes contratantes.....	64
3.2 ACOMPANHAMENTO E VERIFICAÇÃO: DINÂMICAS DE TRANSPARÊNCIA E AFERIÇÃO DO PROGRESSO DAS METAS E OBJETIVOS DE SUSTENTABILIDADE.....	71
3.2.1 Métodos de aferição das metas e objetivos de sustentabilidade e seleção de verificadores externos.....	71
3.2.2 Agentes fiduciários: comunicação, análise, reporte e revisão.....	75
3.2.3 Análise exploratória dos direitos e obrigações identificados à luz dos SLBPs e implicações contratuais sob a perspectiva das partes contratantes.....	82
3.3 REMUNERAÇÃO: IMPACTOS DO (DES)CUMPRIMENTO DAS METAS E OBJETIVOS DE SUSTENTABILIDADE NA ESTRUTURA DE REMUNERAÇÃO DOS TÍTULOS.....	89
3.3.1 Mecanismos de variação das taxas remuneratórias nos SLBs.....	90
3.3.2 Impactos remuneratórios nas hipóteses de resgate antecipado total facultativo e amortização extraordinária facultativa.....	97
3.3.3 Impactos remuneratórios nas hipóteses de vencimento antecipado.....	104
3.3.4 Análise exploratória dos direitos e obrigações identificados à luz dos SLBPs e implicações contratuais sob a perspectiva das partes contratantes.....	107
4. CONCLUSÃO	118
REFERÊNCIAS	129

INTRODUÇÃO E CONTEXTUALIZAÇÃO

A escassez ou ausência de infraestrutura adaptada às alterações climáticas; a urgência em ampliar as fontes de energia renovável; o aumento da poluição; a desigualdade no acesso a recursos essenciais e os impactos de desastres naturais estão entre os fatores chave que impulsionaram o alinhamento entre parte dos setores público e privado em relação à necessidade de adotar medidas concretas e desenvolver iniciativas que promovam modelos de desenvolvimento socioeconômico sustentáveis. Esse alinhamento, que ganhou força diante dos latentes sinais da crise climática e dos impactos da recessão mundial, em grande medida reflete a necessidade de estabelecer compromissos para a superação dos danos provocados pelo impacto dos seres humanos no meio ambiente (Stern, 2007).

Iniciativas a nível internacional como a celebração do Acordo de Paris e a definição dos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável¹ (“ODS”) e da Agenda 2030, ressaltam a essencialidade de se estabelecer um pacto global para a implementação de ações estratégicas. Nesse contexto, é atribuído papel central ao sistema financeiro para a viabilização desta agenda, destacando a necessidade do desenvolvimento de iniciativas que visem promover e financiar atividades sustentáveis, incluindo, por exemplo, projetos de diminuição da emissão de gases de efeito estufa, implantação de infraestruturas resilientes às mudanças climáticas e o impulsionamento de iniciativas para superação das condições de desigualdade e da pobreza (United Nations, 2015).

A centralização do sistema financeiro nesse debate deriva, em grande medida, do entendimento acerca da sua capacidade de mobilização e alocação de capital, considerando o vulto expressivo de recursos necessários para viabilizar modelos de desenvolvimento que promovam a mudança de paradigma das atividades e estruturas de instituições públicas e privadas, bem como o desenvolvimento de projetos, empreendimentos e novas tecnologias que se adequem a critérios de sustentabilidade. Para fins ilustrativos da ordem de grandeza dos montantes discutidos nesse contexto, estima-se serem necessários o aporte de investimentos anuais adicionais de aproximadamente US\$ 2,5 trilhões para que os países em desenvolvimento possam alcançar os ODS até 2030 (OECD, 2020; Bid Invest, 2021).

¹ Para maiores informações sobre os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável na ONU, consultar: <https://brasil.un.org/pt-br/sdgs>.

Em muitos desses países, os desafios de disponibilização dos expressivos vultos de investimentos necessários são agravados por relevantes restrições fiscais e orçamentárias impostas às fontes públicas de financiamento. Esse cenário torna essencial a participação combinada entre entidades e agentes públicos e privados na alocação e disponibilização dos recursos necessários para viabilizar projetos, atividades e tecnologias sustentáveis (Leijonhufvud; Fitts, 2015). Entre as diversas iniciativas que buscam soluções nesse contexto, atores e instituições de diferentes nacionalidades e setores trabalham no desenvolvimento de instrumentos financeiros que incorporam critérios ambientais, sociais e de governança (ASG ou ESG) em suas estruturas e que sejam escaláveis.

Para os fins deste estudo, destacam-se os instrumentos desenvolvidos no campo das finanças sustentáveis, genericamente classificados como títulos temáticos. Não obstante o melhor detalhamento em capítulo específico desta pesquisa, a categoria títulos temáticos engloba uma miríade de instrumentos, com destaque para os *green bonds* (títulos verdes, voltados ao financiamento de projetos com impactos positivos ao meio ambiente), *social bonds* (títulos sociais, voltado ao financiamento de projetos com impactos sociais positivos), *sustainability bonds* (títulos de sustentabilidade, voltado ao financiamento de projetos com impactos ambientais e sociais positivos) e os *sustainability-linked bonds* (títulos vinculados à sustentabilidade, voltados ao financiamento de uma ampla gama de atividades a partir do estabelecimento de metas atreladas de sustentabilidade) (Núñez; Velloso; Da Silva, 2022).

Quanto ao contexto regulatório e de governança, o mercado de títulos temáticos se desenvolve através de uma composição de molduras normativas privadas, que operam de forma independente e – em certos casos – em conjunto com regulações domésticas e iniciativas multilaterais (Park, 2018). Por se tratar do objeto do presente estudo, é relevante destacar que, especificamente no que diz respeito aos *sustainability-linked bonds*, até a presente data, não existem previsões na legislação brasileira determinando critérios ou obrigações que necessariamente precisem ser observadas para fins de sua estruturação contratual. A governança desses instrumentos é determinada em bases principiológica e não vinculativas, pautada na adesão voluntária das emissoras aos termos e recomendações estabelecidas nos *Sustainability-linked Bond Principles* publicados pela ICMA.

Apesar da expansão e diversificação do mercado de SLBs, essa modalidade de título ainda enfrenta desafios significativos. O mercado de emissões de SLBs é marcado por uma frequência considerável de emissões com termos contratuais de qualidade questionável, que carecem de ambição, credibilidade e mecanismos de divulgação de informações e

transparência adequados (CBI, 2024b). Diante desse contexto, são frequentes as indagações, dúvidas e incertezas sobre as previsões contratuais específicas adotadas em emissões de SLBs, a sua potencialidade em determinar o alcance das metas e objetivos de sustentabilidade insculpidos nas emissões, bem como as eventuais fragilidades e vulnerabilidades decorrentes das dinâmicas contratuais estabelecidas nos instrumentos que compõem esta categoria dos títulos temáticos (Altun; Plaff; Egorov, 2024).

O estabelecimento e adoção de diretrizes detalhadas para a estruturação e divulgação desses títulos são vistas como fundamentais para facilitar as emissões, estabelecer padrões mais robustos e consistentes, além de aumentar a confiança entre os participantes do mercado (CBI, 2024b). Sendo assim, para que a sua utilização avance e se consolide, é tida como essencial a realização de esforços combinados para reduzir as incertezas do mercado e determinar práticas e padrões que estabeleçam segurança às partes envolvidas em suas emissões (Altun; Plaff; Egorov, 2024). Com o intuito de colaborar para o esclarecimento das práticas e padrões contratuais destes títulos no contexto nacional e auxiliar o desenvolvimento de uma agenda de pesquisa que permita com que possam ser discutidos e aprimorados, a presente pesquisa tem por objetivo analisar como estão contratualmente regrados os direitos e obrigações relacionados às metas e objetivos de sustentabilidade em escrituras de emissão de debêntures qualificadas como SLBs e emitidas no Brasil. Considerando o contexto introdutório e para fins de desenvolvimento do objeto de pesquisa apresentado, o presente trabalho se divide em 3 capítulos, além da introdução e da conclusão.

O primeiro capítulo contextualiza os títulos temáticos, e mais especificamente os *sustainability-linked bonds*, no panorama geral das finanças para a sustentabilidade (ou finanças sustentáveis). Para além de uma breve apresentação acerca do papel do setor financeiro no contexto do desenvolvimento sustentável, passando por uma síntese de seu desenvolvimento histórico recente, o capítulo destaca a prevalência de regimes privados de governança que marcam a sua forma de atuação e os contextos em que se desenvolvem os instrumentos e as múltiplas frentes das finanças para a sustentabilidade. Após uma breve apresentação acerca dos títulos temáticos, o capítulo afunila do aspecto mais geral das finanças para a sustentabilidade até o instrumento objeto do estudo, os *sustainability-linked bonds*, trazendo (i) a sua qualificação e as definições contidas nos princípios norteadores que estabelecem recomendações ao seu regramento contratual – os SLBPs e (ii) dados recentes sobre a sua emissão, bem como tendências e pontos críticos do mercado identificados em publicações da *Climate Bonds Initiative* (“CBI”).

O segundo capítulo apresenta notas metodológicas e recortes adotados para fins da pesquisa. Considerando o contexto de regulamentação das estruturas contratuais dos SLBs, marcado por princípios internacionais não vinculantes e diante da ausência de regulação específica à nível nacional, destaca-se a adoção de abordagem majoritariamente exploratória, baseada na análise documental de 14 escrituras de emissão de debêntures qualificadas como *sustainability-linked bonds* e emitidas no Brasil. Na sequência, é discutido o estabelecimento e as limitações da base de dados utilizada para a análise, bem como tratados os recortes específicos que culminaram na escolha das debêntures enquanto instrumento a ser avaliado no contexto nacional. De forma breve, é tratada a sua relevância enquanto instrumento de financiamento empresarial e apresentadas características selecionadas, considerando a sua relevância no contexto da presente pesquisa.

O terceiro capítulo, por sua vez, apresenta o resultado da análise das previsões contratuais que regem os direitos e obrigações relacionados às metas e objetivos de sustentabilidade das escrituras avaliadas, organizado em três eixos principais: (i) definição e detalhamento das metas e objetivos de sustentabilidade; (ii) mecanismos de transparência e metodologias para aferição do progresso das metas e objetivos estabelecidos; e (iii) impactos do cumprimento ou descumprimento das metas e objetivos de sustentabilidade na estrutura de remuneração dos títulos. Para cada um dos eixos, considerando que os SLBPs representam o conjunto pioneiro e exclusivo de princípios que estabelecem recomendações à nível global para a estruturação desses títulos, são destacados os eventuais desalinhamentos identificados entre as previsões contratuais analisadas e as orientações previstas nos princípios, bem como discutidas - sob a perspectiva das partes contratantes - implicações decorrentes da correlação das previsões contratuais identificadas.

1. SUSTAINABILITY-LINKED BONDS NO CONTEXTO DAS FINANÇAS SUSTENTÁVEIS.

1.1 Finanças para a sustentabilidade: um breve panorama do papel do setor financeiro no contexto do desenvolvimento sustentável.

Conforme elucidam Schoenmaker e Schramade (2019), os modelos de desenvolvimento predominantes foram originalmente concebidos em uma época marcada pela percepção de abundância de recursos, na qual as reservas de recursos naturais eram vastas e as emissões de carbono limitadas. Nesse contexto, questões ambientais e sociais externas não eram consideradas prioritárias, com os modelos se concentrando principalmente nas relações entre trabalho (*labour*) e capital. Acompanhando o seu desenvolvimento, as teorias financeiras que orientam parte relevante das atividades do mercado igualmente tenderam a se desenvolver de modo a desconsiderar o valor dos recursos naturais para além de seus fluxos imediatos, perpetuando modelos de maximização do retorno financeiro de curto prazo dos investimentos em detrimento de considerações mais aprofundadas dos seus impactos no meio ambiente e na sociedade (Schoenmaker; Schramade, 2019).

Ancorados nas teorias econômicas e financeiras concebidas neste contexto, os modelos de desenvolvimento são marcados por sistemas de produção e consumo desenvolvidos para operar de forma linear, baseando-se na extração de matérias-primas, seguida pela sua transformação em produtos, utilização pelos consumidores e, finalmente, descarte como resíduos (Schoenmaker; Schramade, 2019). Esses modelos presumem, de forma equivocada, a disponibilidade ininterrupta e relativamente barata de recursos naturais ilimitados e está se tornando cada vez mais perigoso diante da pressão crescente sobre os recursos não renováveis, como combustíveis fósseis, minerais e metais, e a redução da área e da capacidade de regeneração de recursos renováveis, como florestas, mares, rios e campos (Schoenmaker; Schramade, 2019). A Tabela 1, abaixo, ilustra alguns dos impactos significativos decorrentes da sua manutenção.

Tabela 1 – Dados ilustrativos da dimensão dos impactos socioambientais decorrentes da ação humana

Tema	Impacto das Atividades Humanas
Aquecimento da	Mudanças climáticas relevantes são observadas pelos cientistas, como o aquecimento da

Atmosfera, Oceano e das terras	troposfera (devido à emissão de gases de efeito estufa) e o resfriamento estratosférico (redução da camada de ozônio). O nível médio do mar subiu 0,20 metros de 1901 a 2018, com as taxas de aumento acelerando significativamente desde 1971, e é verificada com alto nível de probabilidade a relação entre as emissões humanas de CO ² e a acidificação dos oceanos.
Saúde Humana e Infraestruturas Essenciais	Ondas de calor têm se tornado mais intensas em áreas urbanas, exacerbando a poluição do ar e prejudicando infraestruturas essenciais como transporte e serviços de água e energia, o que resulta em perdas econômicas e afeta o bem-estar, principalmente entre as parcelas marginalizadas da sociedade.
Impactos Econômicos Transnacionais	As atividades humanas desconsiderando critérios de sustentabilidade estão impactando economicamente diversos setores, como a agricultura, prejudicando os meios de subsistência e causando danos que transcendem fronteiras nacionais. Consequências incluem alterações na produtividade agrícola, efeitos na saúde e segurança alimentar, e perda de propriedades e rendimentos, afetando desproporcionalmente diferentes camadas da sociedade e reforçando desigualdades de gênero e raciais.

Fonte: Elaboração própria, a partir de dados do Intergovernmental Panel on Climate Change (2023)

Nesse cenário, a relevância e urgência de revisão dos modelos de desenvolvimento, e dos sistemas econômico e financeiro atrelados, não decorrem da mera projeção de que as alterações no meio ambiente, as questões sociais e de governança possam implicar em prejuízos drásticos à sustentação da vida na Terra. Trata-se, na verdade, da constatação empírica de impactos como a perda de ecossistemas, extinção de espécies, piora da qualidade de vida e afetação desproporcional de populações marginalizadas, reforçando desigualdades de gênero e raciais, e impactos econômicos relevantes em atividades dos mais variados setores e serviços essenciais, como os de produção de alimentos e fornecimento de água potável (IPCC, 2022; 2023).

Essas constatações impulsionam movimentos em nível global, que buscam promover a transição para uma economia circular e de baixo carbono, como forma de superar os desafios apresentados pela propagação de atividades e projetos que desconsideram as externalidades geradas ao meio ambiente e à sociedade, incorporando ao vocabulário financeiro e empresarial a noção de sustentabilidade. Tendo o conceito de sustentabilidade sido inicialmente interpretado predominantemente sob a perspectiva ambiental durante as conferências das Nações Unidas nas décadas de 1970 e 1980, nas duas décadas seguintes passou a ser gradualmente expandido e incorporado na literatura de ética e administração empresarial como uma responsabilidade interna às companhias e seus administradores, sendo cunhado sob o termo de *Corporate Social Responsibility* (“CSR”) (Soppe, 2009). O termo CSR é comumente utilizado de forma associada ao conceito de ESG, representando de forma ampla a incorporação de critérios ambientais, sociais e de governança nas decisões dos

administradores de companhias e nas decisões de composição dos portfólios de investimento (Liang; Renneboog, 2020).

Especificamente no campo das finanças, as raízes do movimento de incorporação da sustentabilidade nas decisões de investimento - o *Socially Responsible Investing* (“SRI”) - são de difícil determinação, tendo sido registradas iniciativas já realizadas no século 18 por grupos de investidores religiosos cujas políticas de investimento evitavam financiar empresas em segmentos como de produção de álcool, tabaco, armas e apostas, conhecidas como as “*sin stocks*” (Soppe, 2009). Em sua intersecção com o campo, desde as origens da sua implementação, o processo de incorporação da sustentabilidade em decisões financeiras é primariamente difundido no âmbito do mercado de capitais e valores mobiliários pela expansão da demanda por produtos financeiros socialmente responsáveis (Soppe, 2009).

Considerando as nuances do seu desenvolvimento histórico², as abordagens e discussões desenvolvidas acerca dessa relação pontuam questões relevantes em relação a fatores como o desenvolvimento e mudanças nas estratégias adotadas por diferentes agentes financeiros; o posicionamento de atores e instituições nos centros de relevância do debate, bem como em relação à pluralidade e intersecção de regimes de governança oriundo de fontes diversas, considerando variáveis relacionadas à sua legitimidade e efetividade (Junqueira; Cerezetti, 2022). Migliorelli (2021, p. 3) sumariza diferentes concepções e dinâmicas que historicamente marcaram a interrelação entre finanças e sustentabilidade e impulsionaram a criação de mecanismos, regras, procedimentos e instrumentos específicos, conforme segue:

Among them, it is possible to mention the rise of environmental, social and corporate governance (ESG) criteria in investment decision-making [...] the impact investing and the socially responsible investing (SRI) approaches [...] the assessment of the effect of finance in terms of negative externalities [...] or the role of sustainable finance for financial institutions already having a formal dual bottom-line approach and for which financial performance needs to coexist with social goals [...]. Moreover, in recent years, the sustainability landscape has been further shaped as following the landmark international agreements on the United Nations (UN) 2030 Agenda adopting the Sustainable Development Goals (SDG) and the Paris Agreement on climate action. In both these initiatives, the sustainability governance schemes, and accountability patterns have put on finance an unprecedented attention

² Para o aprofundamento da discussão acerca do processo histórico de atribuição da posição do setor financeiro no contexto geral da transição verde, ver: JUNQUEIRA, Gabriela de Oliveira; CERZETTI, Sheila C. Neder. Nova Geração Das Finanças Verdes: transformação socioecológica, discurso hegemônico e seus limites. In: MIOLA, Iagê Z.; JUNQUEIRA, Gabriela de Oliveira; COUTINHO, Diogo R.; PROL, Flávio M.; VECCHIONE-GONÇALVES, Marcela; FERRANDO, Tomaso. Finanças verdes no Brasil: perspectivas multidisciplinares sobre o financiamento da transição verde. São Paulo: Blucher, 2022. p. 1-322. (Direito, Economia e Sociedade).

and its role has been recalled as a key enabling factor for the attainment of the most ambitious sustainability-related objectives [...] [grifos do autor]

Despontam como marcos fundamentais da última década o desenvolvimento e divulgação dos ODSs pelas Nações Unidas em 2015 e a construção da Agenda 2030 (Nahar; Mohamad; Abd Rahman, 2023), reconhecendo como essencial a participação dos agentes e entidades do sistema financeiro na viabilização de modelos sustentáveis de desenvolvimento, produção e consumo (Maltais; Nykvist, 2020). Em vista da sua função alocativa, argumenta-se que o sistema financeiro é capaz de atuar nos níveis micro das transações e financiar a implementação de atividades e o desenvolvimento de projetos, sendo imperativo que os fluxos financeiros contribuam não só para a geração de valor em nível privado, mas também em nível coletivo, em última análise resultando na mitigação de externalidades e alavancando benefícios comuns de longo prazo (Chiu, 2021).

No contexto de expansão da concepção de essencialidade do papel do setor financeiro na viabilização da transição dos modelos de desenvolvimento, ganha relevância e é difundido o conceito, e o campo, das finanças sustentáveis (*sustainable finance*). Considerada a amplitude conceitual do termo, e apesar de não existir uma definição fechada e estanque para finanças sustentáveis, em muitos casos recorre-se à imagem de um conceito ou termo guarda-chuva (*umbrella term*) para a sua classificação. Nas diversas definições, é frequente referir-se à sua amplitude e abrangência, reconhecendo a existência de frentes distintas de atuação e a multiplicidade de instrumentos, arranjos e atores. Os trechos a seguir ilustram a pluralidade das formas com que o conceito é tratado pela literatura.

Sustainable finance is an **umbrella term** that generally refers to private-sector **financing** for causes related to **achieving environmentally or socially sustainable outcomes,** such as those articulated in the **United Nations' Sustainable Development Goals (SDGs)**. These include **economic development** and **financial inclusion**. Private-sector financing can take many forms. For instance, it could be in the form of **bank finance**, such as for infrastructure and projects that may have both developmental and sustainable implications [...]. Such financing also includes **social banking**, which specializes in lending for sustainable projects [...], and microcredit and sustainable lending to individuals and households. As global assets under management have grown in the trillions of euros, **sustainable finance is also being sourced in global capital markets**. (Chiu, 2021, p. 75-76) [grifos do autor]

SF refers to a **variety of financing services** provided in **consideration of factors transcending financial return objectives** by **integrating** relevant, **sustainable ESG criteria into financing decisions** to generate **unwavering benefits for stakeholders**, including but not limited to **financing clients** and **society at large** [...]. (Nahar; Mohamad; Abd Rahman, 2023, p. 5) [grifos do autor]

Sustainable finance refers to the **process** of taking **environmental, social and governance (ESG) considerations into account** when making **investment decisions** in the financial sector, leading to more **long-term investments** in **sustainable economic activities and projects**. **Environmental considerations** might include climate change mitigation and adaptation, as well as the environment

more broadly, for instance the preservation of biodiversity, pollution prevention and the circular economy. **Social considerations** could refer to issues of inequality, inclusiveness, labour relations, investment in people and their skills and communities, as well as human rights issues. **The governance of public and private institutions** – including management structures, employee relations and executive remuneration – plays a fundamental role in ensuring the inclusion of social and environmental considerations in the decision-making process. (European Commission, 2023) [grifos do autor]

Observa-se a recorrência com que é referenciada a necessidade de implementar variáveis relacionadas ao meio ambiente, à sociedade e à governança nas decisões de investimento e alocação de capital para financiamento de atividades e projetos. Nesse contexto, o conceito prima pelo desenvolvimento de instrumentos e processos que visem a maximização dos benefícios e minimização dos danos e impactos socioambientais decorrentes das decisões de investimento. Diante da pluralidade de definições atribuídas ao termo e das nuances envolvidas em sua aplicação, o presente estudo adota a perspectiva de que o conceito a que se refere o termo finanças sustentáveis é estabelecido de forma mais precisa e didática pelo termo finanças para a sustentabilidade.

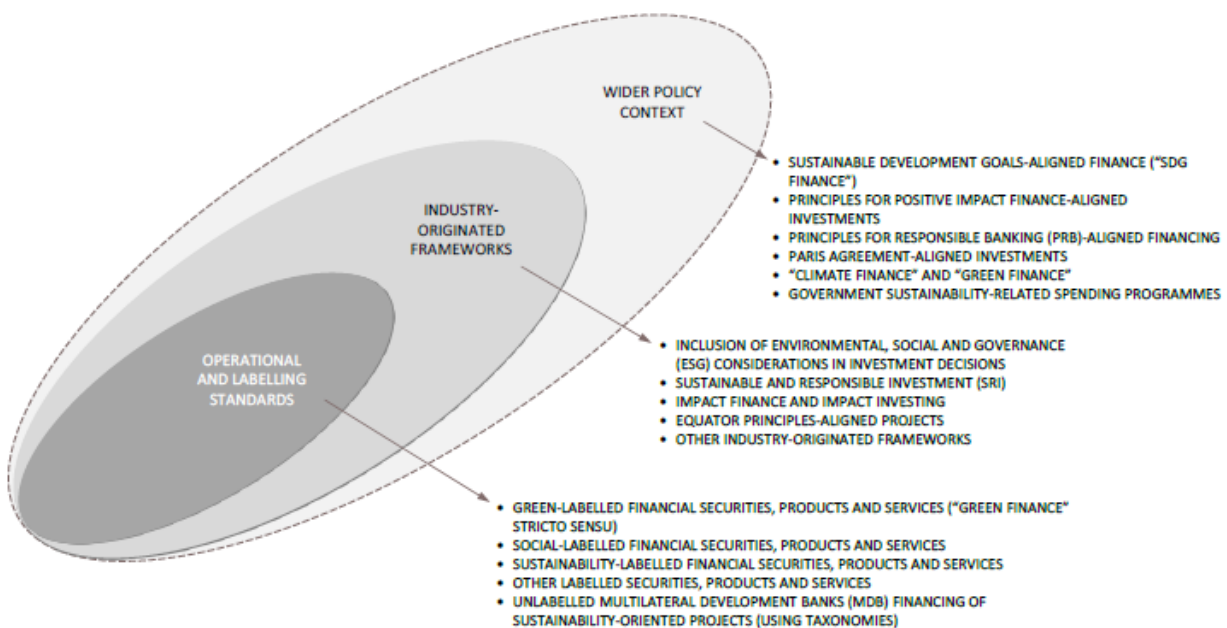
Nesse sentido, o conceito pode ser definido como "finanças destinadas a apoiar setores ou atividades que contribuem para a realização ou melhoria em pelo menos uma das dimensões relevantes da sustentabilidade", enfatizando que não se trata de redefinir o conceito de finanças, mas de destacar o seu papel e relevância na promoção da sustentabilidade (Migliorelli, 2021, p. 10). Seguindo essa concepção, e conforme leciona Vendramini (2021), o termo é melhor compreendido como sendo o resultado da equação de adição entre finanças, que representa o “[...] campo do conhecimento que lida com os processos, instituições, mercados, instrumentos associados à transferência de dinheiro entre os atores de uma sociedade” com o envolvimento de “[...] pessoas, instituições, empresas, agentes governamentais, o mercado”, e sustentabilidade, descrita como “[...] um adjetivo derivado dos conceitos de sustentabilidade e desenvolvimento sustentável”.

Sob a perspectiva da organização dos seus sistemas de governança, considerando estarem inseridas no campo mais abrangente das iniciativas de CSR, as iniciativas envolvendo finanças para a sustentabilidade e SRI tem como marca relevante a predominância de modelos de governança desenvolvidos por meio de instituições orientadas pelo mercado e através de práticas voluntárias, em oposição à “*hard law-based command-and-control regulation*” (Park, 2018, p. 5). Entre as ferramentas empregadas pelos regimes de governança privada estão diversos padrões (*standards*) baseados em princípios, certificações, relatórios e processos, que são complementados e aprimorados por uma infraestrutura mais ampla que inclui

verificadores/certificadores independentes (*third-party assurance providers*), consultorias especializadas e esquemas de classificação e ranqueamento (Park, 2018).

Os regimes de governança privada se desenvolvem a partir da lacuna deixada pelo processo contínuo de globalização econômica e a escassez de leis internacionais vinculativas para empresas, valendo-se de estratégias de mercado e se desenvolve primariamente de forma que a sua autoridade legal não deriva de governos e não se baseia exclusivamente na autorregulação interna desenvolvida pelas empresas com bases em códigos de condutas e instrumentos similares (Park, 2018). Esses regimes são representados por um amálgama de mecanismos de governança (*frameworks*) privados que operam independentemente e, em alguns casos, em conjunto com regulações domésticas e iniciativas multilaterais (Park, 2018). A partir desta concepção, destaca-se – ainda que de forma simplificada – três contextos em que pode ser enquadrada e analisada a dinâmica em que se desenvolvem os instrumentos e às múltiplas frentes das finanças para a sustentabilidade, conforme a Figura 1, a seguir.

Figura 1 – Os contextos de desenvolvimento das finanças sustentáveis:



Fonte: (Migliorelli, 2021, p. 4)

Migliorelli (2021) chama atenção ao fato de que a imagem posiciona os contextos em círculos concêntricos e revela camadas internas que são coerentes com as externas em relação ao seu escopo, mas possuem características específicas e mais restritas. Considerando os fins e o recorte do presente estudo, volta-se o foco para uma fatia muito específica dessas

camadas, representada em seu círculo mais interno e identificado como *operational and labelling standards*. De forma ainda mais específica, ressalta-se que o presente estudo aborda instrumento financeiro integrante da denominada *labelled sustainable finance*, fatia do campo que engloba títulos financeiros, produtos ou serviços de finanças para a sustentabilidade que sejam estabelecidos em conformidade com marcos regulatórios, diretrizes e rótulos específicos, tais como os títulos temáticos.

1.2 Títulos temáticos no contexto das finanças para a sustentabilidade

No contexto das finanças para a sustentabilidade, estando inseridos no campo da *labelled sustainable finance*, os títulos temáticos são instrumentos de financiamento que podem ser qualificados a partir da destinação e alocação dos recursos captados e do estabelecimento de objetivos e metas de sustentabilidade atrelados à sua contratação. De forma ampla, diferem dos instrumentos financeiros convencionais principalmente porque seus recursos são alocados para financiar iniciativas ou projetos que geram impactos ambientais e/ou sociais positivos, ou pela presença de metas (*targets*) e objetivos/indicadores de sustentabilidade pré-definidos cujo (des)cumprimento pode impactar suas características estruturais e/ou financeiras. Em ambos os casos, podem ser vistos como instrumentos financeiros desenvolvidos especificamente para a realização de investimentos que contribuam para a realização ou melhoria em ao menos uma das dimensões da sustentabilidade.

Adentrando em suas características mais específicas, os títulos temáticos podem ser emitidos nas modalidades *use of proceeds* ou *sustainability-linked*. São qualificados como *use of proceeds* os instrumentos em que os recursos levantados sejam exclusivamente destinados ao financiamento ou refinanciamento de projetos sustentáveis elegíveis, sendo as três principais subcategorias os *green, social e sustainability bonds* (Cochelin; Popoola; Sugrue, 2023). Já os títulos da modalidade *sustainability-linked* são definidos pelo fato de suas características financeiras ou estruturais poderem variar a depender do atingimento ou não de metas e objetivos de sustentabilidade pré-determinados (Cochelin; Popoola; Sugrue, 2023), sendo que a destinação dos recursos levantados não precisa necessariamente estar atrelada a projetos específicos que atendam a critérios de sustentabilidade.

De forma geral, e sem a pretensão de exaurir as variações e possibilidades de definição das categorias de títulos temáticos, considerando inclusive a inexistência de um rol

taxativo consensual, os principais títulos temáticos podem ser caracterizados conforme tabela a seguir.

Tabela 2 – Quadro-resumo das categorias selecionadas de títulos temáticos

Categorias	Modalidade	Definição
<i>Green Bond</i>	<i>Use of Proceeds</i>	Título ou valor mobiliário de renda fixa que destina os recursos para projetos novos ou existentes com benefícios ambientais.
<i>Social Bond</i>	<i>Use of Proceeds</i>	Título ou valor mobiliário de renda fixa que destina os recursos para projetos novos ou existentes com benefícios sociais.
<i>Sustainable Bond</i>	<i>Use of Proceeds</i>	Título ou valor mobiliário de renda fixa que destina os recursos para projetos novos ou existentes com benefícios ambientais e sociais.
<i>Sustainability-linked Bond</i>	<i>Sustainability-linked</i>	Título ou valor mobiliário de renda fixa cujas características estruturais ou financeiras podem variar mediante o atingimento de certos objetivos pré-definidos ligados à sustentabilidade (ASG).

Fonte: Elaboração própria, a partir de dados da International Capital Market Association³.

Os emissores que utilizam estes instrumentos frequentemente adotam padrões estabelecidos pelo setor privado⁴, que buscam fornecer definições para a estruturação e rotulagem de títulos temáticos. As iniciativas com maior capilaridade e utilização do setor privado à nível global incluem os Princípios e Diretrizes de Finanças Sustentáveis da *International Capital Market Association* (“ICMA”) e o Padrão e Certificação de Títulos Climáticos da *Climate Bonds Initiative* (CBI) (OECD, 2023). Em relação aos princípios orientadores para a emissão de títulos temáticos, a ICMA, em específico, ocupa posição de destaque, sendo responsáveis pela publicação dos *Green Bond Principles*; *Social Bond Principles*; *Sustainability Bond Guidelines* e dos *Sustainability-linked Bond Principles*, que

³ Para mais informações sobre as definições e princípios orientadores desenvolvidos pela International Capital Market Association, consultar: <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks>.

⁴ Apesar de não ser o objeto central de análise do presente estudo, é relevante destacar, ainda que de forma breve, o caráter multipolar ou fragmentado das fontes de normas e princípios incidentes sobre os títulos temáticos. Há, nesse sentido, a convivência entre conjunto de regras e normas oriundas de entidades e agentes de diversas naturezas, aplicáveis em âmbitos globais ou desenvolvidas para contextos locais específicos que, de certa forma, marcam uma passagem de um modelo predominante de autorregulação para o de uma governança multipolar. Este movimento gera questionamentos legítimos e relevantes acerca das consequências e implicações em relação aos eixos de produção normativa, bem como em relação aos eventuais impactos negativos que a abordagem pode representar no sentido de potencial instrumentalização desse sistema de normas e regras para finalidades não alinhadas com princípios de sustentabilidade. Para aprofundamento e melhor compreensão do assunto, ver: PEREZ, Oren. **The New Universe of Green Finance**: from self-regulation to multi-polar governance. Bar Ilan University Pub Law Working Paper No. 07-3. In: DILLING, Olaf; HERBERG, Martin; WINTER, Gerd (eds.) *Responsible Business: self-governance in transnational economic transactions*. Oxford: Hart Publishing, 2007.

constituem o padrão global para emissões realizadas no mercado internacional de títulos temáticos, tendo sido referenciados por 97% dos emissores em 2023 (ICMA, 2024c).

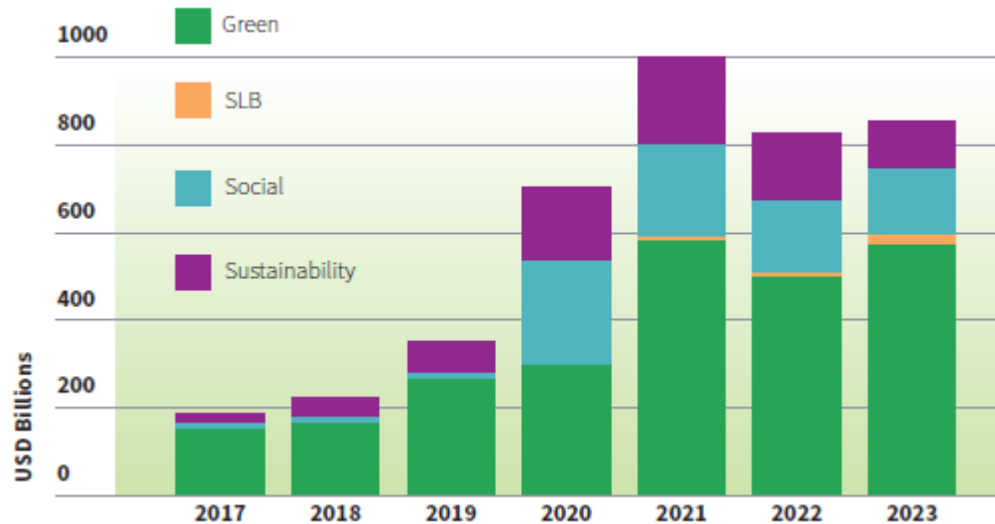
Considerando a sua intenção declarada, esses padrões buscam contribuir para a harmonização das estruturas dos títulos e condições de mercado, proporcionando as bases para o seu desenvolvimento (OECD, 2023), cuja origem é marcada pela emissão dos primeiros títulos temáticos, em 2007, pelo *European Investment Bank* (EIB) e o Banco Mundial. Outros marcos que se destacam no desenvolvimento deste mercado foram a emissão de *green bond* pelo *International Finance Corporation* (IFC) em 2013, no montante de um bilhão de dólares; a primeira emissão corporativa de um *green bond* em novembro do mesmo ano; o alcance da marca cumulativa de cem bilhões de dólares de *green bonds* emitidos ao final de 2015 e o alcance da marca de um trilhão de dólares emitidos em *green bonds* no ano de 2020 (CBI, 2021).

Nesse contexto, apesar de os títulos temáticos corresponderem aproximadamente a somente 2% do mercado total de título emitidos globalmente, destaca-se o seu crescimento de um número próximo de zero a uma década atrás para uma emissão cumulativa de aproximadamente cinco trilhões e trezentos milhões de dólares no primeiro trimestre de 2024, de acordo com o Banco Mundial, ou quatro trilhões e quatrocentos milhões de dólares até o final de 2023 em emissões alinhadas com os critérios estabelecidos pela CBI (Jensen, 2024). Com base em metodologia própria⁵, a CBI (2024a) emitiu o seu *Global State of the Market Report*, cobrindo a análise dos *green, social e sustainability bonds*, bem como dos *sustainability-linked bonds*, analisando a sua evolução entre 2017 e 2023, conforme ilustra a Figura 2, a seguir.

⁵ Conforme estabelece a CBI (2024), a metodologia do seu relatório baseia-se em três bases de dados da Climate Bonds: Green Bond Database (GBDB), Social and Sustainability Bond Database (SSBDB) e SLB Database (SLBDB). Os títulos que atendem aos requisitos descritos na metodologia de triagem da Climate Bonds Initiative são classificados como "alinhados" e incluídos nas bases de dados. Já os títulos rotulados para os quais não há informações suficientes para determinar a elegibilidade para inclusão na base de dados são classificados como "pendentes" até que haja divulgação suficiente para uma decisão. Os títulos que não atendem aos requisitos da metodologia de triagem são classificados como "não alinhados" e, conseqüentemente, excluídos das bases de dados.

Figura 2 – Emissões de títulos temáticos no mercado internacional

(títulos alinhados com os requisitos da CBI)



Fonte: CBI (2024a, p.3)

Em seu relatório, a CBI (2024a) sintetiza os achados gerais do mercado de títulos temáticos, ressaltando pontos relevantes para a caracterização geral deste mercado. O relatório destaca que (i) em 2023, dois terços dos negócios classificados como alinhados foram precificados sob o tema verde, totalizando aproximadamente quinhentos e oitenta e sete bilhões de dólares, seguidos pelos temas social, sustentabilidade e os SLBs; (ii) a Europa foi a maior fonte de instrumentos de dívida alinhados, com um volume de quatrocentos e cinco bilhões de dólares, representando 46% do total de 2023; (iii) a região da América Latina e Caribe registrou um aumento de 49% ano a ano, enquanto o sentimento anti-ESG nos EUA resultou em uma queda de 38% no volume de GSS+⁶ alinhados; (iv) a emissão de SLBs alinhados aumentou 95% em 2023, com negócios de 32 emissores; (v) as emissões alinhadas foram precificados em 44 moedas, sendo que 63% das emissões ocorreram em euros (o equivalente a aproximadamente trezentos e trinta e nove bilhões de dólares) e dólares (alcançando o montante de duzentos e doze bilhões de dólares); e (vi) o mercado soberano de títulos temáticos atingiu um marco crítico em 2023, quando o Brasil se tornou o 50º emissor alinhado com sua emissão de título temático em novembro.

⁶ O termo se refere aos green, social, sustainability e sustainability-linked bonds, considerados conjuntamente.

No contexto geral de desenvolvimento dos títulos temáticos, ganha notoriedade para fins do presente estudo o recente desenvolvimento do mercado dos *sustainability-linked bonds*, e as características específicas das estruturas contatuais de suas emissões. Nesse sentido, apresentado o panorama geral em que se desenvolvem, o próximo capítulo irá abordar a sua definição, os princípios desenvolvidos pela ICMA para nortear suas emissões e dados específicos sobre o seu mercado ao longo dos últimos anos.

1.3 A emergência dos Sustainability-linked bonds.

1.3.1 Definição e os Sustainability-linked Bonds Principles.

Embora não haja uma definição consensual ou exclusiva dos SLBs, globalmente tem-se utilizado a definição cunhada pela ICMA⁷, considerando, dentre outros fatores, que esta entidade foi a primeira a congregar e publicar princípios sistematizando características estruturantes e recomendações referentes aos SLBs, conhecidos como *Sustainability-Linked Bond Principles*. No contexto dos SLBs, os SLBs são definidos de forma ampla, podendo ser estruturados como qualquer tipo de “*bond instrument*” em relação aos quais as características financeiras ou estruturais possam variar conforme a emissora do título tenha ou não atingido os objetivos de sustentabilidade/ASG pré-definidos na emissão – sendo um “*forward-looking performance based instrument*” (ICMA, 2024b).

Para fins de categorização e como característica de diferenciação do título em relação às outras modalidades de títulos temáticos, como os *Green Bonds* ou *Social Bonds*, ressalta-se que a destinação dos recursos captados mediante a emissão de um SLB não está necessariamente vinculada a um projeto específico que apresente benefícios ambientais ou sociais, não sendo tal vínculo determinante para a sua categorização (ICMA, 2024b). Para fins ilustrativos da diferença, a Tabela 3 abaixo reproduz as cláusulas de destinação de recursos de

⁷ Os princípios da ICMA são reconhecidos como padrão, inclusive, para outros títulos de dívida temáticos. Nesse sentido, são entendidos como os mais prevalentes, conforme segue: “The International Capital Market Association (ICMA) principles are the most prevalent, as they provide voluntary guidelines for green, social and sustainability bond issuers. These principles have become the common denominator and building block for other labels and standards.” (IDB INVEST, 2021).

duas escrituras de debêntures emitidas no Brasil, uma classificada como *green bond* e a outra como *sustainability-linked bond*.

Tabela 3 – Exemplos de cláusula de destinação de recursos (Green Bond e Sustainability-linked Bond)

Bond	Categoria	Cláusula de Destinação dos Recursos
<i>1ª Emissão de Debêntures da Essencis MG Soluções Ambientais S.A.</i> ⁸	<i>Green Bond</i>	“3.5. Destinação dos Recursos. Com relação aos recursos obtidos pela Emissora no âmbito da Emissão, estes serão destinados para a manutenção e expansão da capacidade das unidades de tratamento de resíduos (“ <u>Unidades de Valorização Sustentável</u> ”) Essencis Betim e Essencis Juiz de Fora, localizadas em Minas Gerais (“ <u>Projeto</u> ”) e a instalação de novas tecnologias (“ <u>Destinação de Recursos</u> ”).”
<i>6ª Emissão de Debêntures da Via Varejo S.A.</i> ⁹	<i>Sustainability-linked Bond</i>	“5.5.1 Os recursos obtidos pela Emissora por meio da integralização das Debêntures (conforme abaixo definidas) serão destinados para o alongamento do perfil da dívida da Emissora e reforço de caixa no âmbito da gestão ordinária dos negócios da Emissora.”

Fonte: elaboração própria, com base nos dados das escrituras de emissão referenciadas, conforme documentação obtida por meio da ANBIMA Data.

A comparação entre as duas cláusulas de destinação dos recursos denota a maior liberdade na utilização dos recursos captados através das emissões de SLBs, quando comparada com outras categorias de títulos temáticos, como os *green bonds*. Nota-se potencial de alavancagem do uso de SLBs em decorrência do fato de que entidades em fases diversas de implementação de políticas e projetos de sustentabilidade podem se valer destes instrumentos para financiar suas atividades ordinárias e – simultaneamente – implementar projetos voltados à transição para modelos de desenvolvimento e produção sustentáveis. É relevante ressaltar que um SLB pode ter destinação específica dos recursos a um projeto, como é o caso de debêntures de infraestrutura emitidas como *sustainability-linked*. Nesse sentido, é reforçada a ideia de que a destinação dos recursos não é o fator necessário à caracterização dos SLBs, o que permite flexibilidade e adaptação a contextos diversos.

Ainda que os recursos captados não estejam necessariamente vinculados a projetos específicos que considerem critérios ESG, os SLBs estabelecem uma conexão entre o desempenho financeiro do emissor e o seu desempenho em relação aos objetivos pré-

⁸ Escritura de emissão disponível em: <https://data.anbima.com.br/debentures/MGES11/documentos>. Acessado em: 15/09/2023.

⁹ Escritura de emissão disponível em: <https://data.anbima.com.br/debentures/VVAR16/documentos>. Acessado em: 15/09/2023.

definidos de sustentabilidade, com o potencial de facilitar a interligação e tornar os impactos de sustentabilidade relevantes e mensuráveis do ponto de vista financeiro (CBI, 2024). Através dessa interligação, os SLBs oferecem insumos relevantes para que, no âmbito empresarial, gestores e administradores possam implementar práticas e projetos de desenvolvimento sustentável que levem em consideração interesses de *stakeholders* a partir de instrumentos com estruturas potencialmente¹⁰ justificáveis aos acionistas do ponto de vista econômico e financeiro.

A ICMA (2024b) determina cinco componentes considerados como o eixo central para a estruturação de SLBs¹¹, sendo eles: (i) a seleção de Indicadores Chave de Desempenho (ou KPIs¹², acrônimo da expressão *Key Performance Indicators*¹³); (ii) a calibração das Metas de Desempenho de Sustentabilidade (ou SPTs, acrônimo da expressão *Sustainability Performance Targets*¹⁴); (iii) as características estruturais do título; (iv) os mecanismos e dinâmicas de reportes e (v) os mecanismos e dinâmicas de verificação. Considerando a sua relevância, os SLBPs estabelecem recomendações de estruturação para cada um dos componentes mencionados.

Em relação à seleção adequada dos Indicadores-Chave de Desempenho (KPIs), os SLBPs determinam ser passo fundamental para a credibilidade e o sucesso do mercado dos SLBs. Conforme destacado pela ICMA (2024b), os KPIs devem ser materiais para a estratégia de sustentabilidade e de negócios do emissor, abordando desafios ambientais, sociais e/ou de governança relevantes para o setor em que o emissor atua. Mais especificamente, os princípios estabelecem que os KPIs selecionados devem atender a critérios específicos, sendo

¹⁰ Destaca-se o uso do termo potencialmente neste caso, considerando que não há uma justificativa inerente aos acionistas para emissão de um SLB, cuja vantagem à companhia emissora do ponto de vista financeiro irá depender de uma série de fatores envolvendo a emissão, inclusive em relação à sua estrutura contratual remuneratória, conforme analisado adiante.

¹¹ Considerando que a aderência das emissões aos SLBPs é voluntária, a ICMA ressalta que suas recomendações e princípios estabelecidos em relação aos componentes indicados visam orientar os emissores para que realizem emissões credíveis e ambiciosas de SLBs, bem como auxiliar investidores ao estimular maior responsabilidade dos emissores em relação à sua estratégia de sustentabilidade e disponibilidade de informações necessárias para avaliar os investimentos em SLBs.

¹² Em alguns casos, é utilizado o termo *Sustainable Key Performance Indicators*, cujo acrônimo é SKPI. No âmbito do presente trabalho, as duas variações serão utilizadas de forma indistinta, tendo o mesmo significado.

¹³ Conforme o glossário contido nos SLBPs, “Key Performance Indicators are quantifiable metrics used to measure the performance of selected indicators.” (ICMA, 2024b).

¹⁴ Conforme o glossário contido nos SLBPs, “Sustainability Performance Targets are measurable improvements in key performance indicators on to which issuers commit with a predefined timeline. SPTs should be ambitious, material and where possible benchmarked and consistent with an issuer’s overall sustainability/ESG strategies or sustainable development policies.” (ICMA, 2024b).

eles: relevância e materialidade para o negócio do emissor; consistência com a estratégia ou política de sustentabilidade geral do emissor; mensurabilidade ou possibilidade de quantificação de forma metodologicamente consistente; possibilidade de verificação externa; e comparabilidade (*benchmarking*¹⁵), com base em referências externas ou definições que facilitem a avaliação do nível de ambição dos SPTs (ICMA, 2024b). Essas características visam assegurar que os KPIs sejam significativos e eficazes na mensuração do desempenho de sustentabilidade do emissor.

A ICMA (2024b) encoraja os emissores a selecionar KPIs já incluídos em relatórios anteriores, permitindo aos investidores avaliar o seu desempenho histórico. Caso os KPIs não tenham sido previamente divulgados, recomenda-se fornecer valores históricos verificados externamente, cobrindo pelo menos os três anos anteriores. É tido como crucial que os emissores comuniquem claramente aos investidores o raciocínio e o processo de seleção dos KPIs, bem como sua adequação à estratégia de sustentabilidade. Além disso, deve-se fornecer uma definição clara dos KPIs, incluindo escopo aplicável, metodologia de cálculo e, quando possível, uma linha de base referenciada em padrões da indústria ou dados internacionais reconhecidos (ICMA, 2024b).

Este rigor na seleção e definição dos KPIs visa garantir a integridade e eficácia dos SLBs como instrumentos financeiros alinhados com objetivos de sustentabilidade, proporcionando aos investidores métricas confiáveis e relevantes para avaliar o desempenho dos emissores. O princípio seguinte está relacionado à calibração dos SPTs em relação aos KPIs, descrito como essencial para a determinação do nível de ambição a que o emissor está disposto a se comprometer e se o cumprimento a que se propõe é realmente factível (ICMA, 2024b).

De acordo com a ICMA (2024b), os SPTs devem ser estabelecidos de boa-fé e caracterizados por sua ambição, indicando uma melhoria material nos respectivos KPIs e superando uma trajetória ordinária dos negócios (*“business as usual”*) do emissor. O processo de definição das metas é multifacetado, baseando-se em uma combinação de abordagens de comparação (*benchmarking*). Recomenda-se que incluam a análise do desempenho histórico do próprio emissor, com um mínimo recomendado de três anos de histórico de medição (quanto possível), a comparação com pares do setor ou padrões da

¹⁵ Conforme o glossário contido nos SLBPs, “A benchmark is a reference that can be used to measure or compare performance.” (ICMA, 2024b).

indústria, e a referência a cenários baseados em evidências científicas, níveis absolutos ou metas oficiais internacionais (ICMA, 2024b).

As divulgações relativas à definição das metas devem ser abrangentes e detalhadas. A ICMA (2024b) enfatiza a necessidade de incluir informações sobre os cronogramas para o alcance das metas, a linha de base ou ponto de referência verificado, as circunstâncias que poderiam levar a recálculos ou ajustes proforma das linhas de base, as estratégias delineadas para atingir os SPTs, e os fatores externos que podem influenciar o alcance das metas. Para assegurar a credibilidade e o alinhamento com as melhores práticas do mercado, a ICMA (2024b) recomenda que os emissores contratem provedores de revisão externa.

A ICMA (2024b) destaca que as revisões externas podem ser de quatro tipos, sendo elas (1) Opinião de Segunda Parte (*Second Party Opinions*); (2) Verificação; (3) Certificação e (4) Scoring/Ratings. Quando contratados na forma de *second party opinions*, dentre outras responsabilidades, os avaliadores devem examinar a relevância, robustez e confiabilidade dos KPIs selecionados. Este passo é essencial para garantir que os KPIs escolhidos sejam verdadeiramente representativos dos objetivos de sustentabilidade do emissor e suficientemente sólidos para servir como base para as metas de desempenho. Em seguida, a análise deve focar no racional e no nível de ambição dos SPTs propostos. Esta avaliação é crucial para assegurar que as metas estabelecidas sejam não apenas realistas, mas também suficientemente desafiadoras para impulsionar melhorias significativas no desempenho de sustentabilidade do emissor.

Os SLBPs determinam que os revisores também são instados a avaliar a relevância e confiabilidade dos parâmetros de comparação (*benchmarks*) e das linhas de base (*baselines*¹⁶) determinadas. Este aspecto é fundamental para contextualizar as metas propostas e permitir uma comparação significativa com padrões da indústria ou trajetórias históricas de desempenho. Além disso, a credibilidade da estratégia e/ou políticas delineadas para alcançar os SPTs deve ser analisada, possivelmente com base em análises de cenários, quando relevante. Esta avaliação visa garantir que o emissor tenha um plano robusto e viável para atingir as metas propostas.

A ICMA (2024b) também enfatiza a importância da revisão contínua pós-emissão. Em caso de alterações materiais no perímetro, na metodologia dos KPIs ou na calibração dos

¹⁶ Conforme o glossário contido nos SLBPs, “The baseline is a fixed point of reference that is used for comparison to determine the measurement of the performance of the SPT.” (ICMA, 2024b).

SPTs, os emissores são encorajados a solicitar que os revisores externos avaliem estas mudanças. Esta prática assegura que a integridade e a ambição dos SLBs sejam mantidas ao longo do tempo, mesmo diante de mudanças circunstanciais ou estratégicas (ICMA, 2024b). Nos casos em que não se busca uma opinião de segunda parte, a ICMA (2024b) orienta os emissores a demonstrarem ou desenvolverem expertise organizacional interna para verificar suas metodologias. Este conhecimento especializado deve ser rigorosamente documentado e comunicado aos investidores, garantindo transparência e confiabilidade no processo (ICMA, 2024b).

O componente seguinte na estruturação de SLBs são as características do título emitido. Trata-se como central o fato de que as características financeiras e/ou estruturais desses títulos podem variar a depender se um KPI específico atingiu ou não um SPT pré-definido dentro do período determinado para tanto (ICMA, 2024b). É recomendado que as variações sejam mensuráveis e significativas em relação às condições financeiras e estruturais do título. Outra determinação diz respeito à definição clara dos KPIs e SPTs, inclusive em relação à sua metodologia e os mecanismos de contingência (“*backup*”) para os casos em que eventos excepcionais possam impactar o cálculo dos KPIs, determinar a redefinição dos SPTs e/ou ajustes nas linhas de base ou no escopo dos KPIs (ICMA, 2024b).

Em sequência, os SLBPs tratam dos mecanismos e dinâmicas de reportes e verificação. Em relação aos reportes (*reporting*), é determinado que os emissores de SLBs publiquem, deixando disponíveis e facilmente acessíveis (i) informações quanto à performance dos KPIs, inclusive em relação às linhas de base; (ii) um reporte de verificação/aferição (*verification assurance report*) relativo aos SPTs, indicando a performance do emissor em relação aos mesmos, a temporalidade e os efeitos de tal impacto nas características estruturais e financeiras dos títulos e (iii) quaisquer informações que permitam o investidor avaliar e monitorar o nível de ambição dos SPTs, como por exemplo, atualizações em relação às estratégias e políticas de sustentabilidade do emissor (ICMA, 2024b).

Quanto à sua periodicidade, determina-se que os reportes devem ser publicados de forma regular, pelo menos anualmente, e em qualquer hipótese, nos períodos relevantes para avaliar a performance dos SPTs que ensejem potenciais ajustes nas características estruturais ou financeiras dos SLBs (ICMA, 2024b). Tais determinações ressaltam a preocupação da ICMA e a relevância da transparência para o desenvolvimento do mercado dos SLBs, considerando o valor da informação no acompanhamento das estratégias de sustentabilidade

dos emissores, bem como para fins de análise e confirmação da solidez dos SPTs determinados em relação à prática comercial dos mesmos.

O quinto e último componente dos SLBPs trata sobre a verificação. Determina-se que os emissores devem buscar verificadores externos independentes para avaliar a sua performance em relação aos SPTs, para cada um dos KPIs determinados, através de consultorias com experiência relevante, como auditores ou consultores de sustentabilidade. Em relação à periodicidade, de forma semelhante ao determinado quanto aos reportes, recomenda-se a aferição anual, mas, em qualquer caso, nos períodos que sejam relevantes para verificar os impactos estruturais e financeiros nos títulos causados pela performance do emissor em relação aos SPTs, até que todos os eventos de alteração sejam concluídos na emissão específica (ICMA, 2024b). De forma diversa das revisões pré-emissão que são recomendáveis, como por exemplo por meio de opiniões de segunda parte, a verificação pós-emissão é tida como um elemento necessário dos SLBPs (ICMA, 2024b).

É relevante destacar que os SLBPs, conforme enfatizado pela ICMA (2024b), representam um conjunto de diretrizes processuais voluntárias, de natureza não vinculativa. Nesse contexto, a adoção e implementação dos SLBPs pelos emissores é caracterizada por sua voluntariedade e independência. A ICMA (2024b) estabelece também uma hierarquia clara em caso de conflitos normativos, determinando que na eventualidade de discrepâncias entre as diretrizes estabelecidas nos SLBPs e as leis, estatutos e regulamentos locais aplicáveis, estes últimos prevalecem. Esta provisão reconhece a primazia da legislação local e assegura que a aplicação dos SLBPs não entre em conflito com os marcos regulatórios existentes nas diversas jurisdições onde os SLBs podem ser emitidos.

Esta abordagem abrangente e flexível dos SLBPs reflete a complexidade e diversidade do mercado global de finanças sustentáveis, oferecendo um quadro de referência que visa promover boas práticas, ao mesmo tempo em que deixa explícita a autonomia dos emissores e a especificidade dos contextos legais e regulatórios locais. Por outro lado, quando ausentes regulações e quadros normativos locais que determinem os contornos e limites em que devem se desenvolver tais instrumentos, apoiando-se o mercado exclusivamente em um referencial principiológico não vinculativo, abre-se espaço para contextos em que sejam verificadas práticas contratuais em instrumentos de emissão de SLBs que podem determinar impactos negativos na disseminação destes instrumentos no mercado nacional. No Brasil, até a presente data, não há regulação específica que verse sobre a estruturação contratual de SLBs.

1.3.2 O mercado global de Sustainability-linked bonds.

O mercado de SLBs é novo, tendo seu início sido estabelecido em dezembro de 2018, e desde então tem mostrado potencial de crescimento e uma diversificação crescente dos emissores. Até novembro de 2023, haviam sido emitidos USD 279.000.000.000,00 (duzentos e setenta e nove bilhões de dólares) em 768 títulos por 469 emissores (CBI, 2024b). O ano de 2021 marcou um aumento significativo nos volumes de emissão, impulsionado pela recuperação dos mercados após a pandemia de COVID-19 e pelo aumento do interesse em SLBs. Esse movimento, no entanto, foi sucedido por uma queda nas emissões, impactadas por condições adversas do mercado global em 2022 e por preocupações crescentes sobre a credibilidade do mercado de SLBs (CBI, 2024b).

Em relação ao número de emissões com metas e objetivos de sustentabilidade alinhadas a padrões específicos, como os estabelecidos pela CBI, destaca-se que, em 2023 o mercado de SLBs alcançou um volume total de USD 22.900.000.000,00 (vinte e dois bilhões e novecentos milhões de dólares) em emissões alinhadas, um aumento expressivo de 95% em relação ao volume de USD 11.700.000.000,00 (onze bilhões e setecentos milhões de dólares) registrado em 2022 (CBI, 2024a). O crescimento não apenas reflete uma expansão no número de emissores, mas também o aumento do alinhamento das emissões em relação a critérios específicos baseados em padrões (*standards*) de mercado. Nesse sentido, 35% do valor total emitido em 2023 foi classificado como alinhado aos critérios da CBI, em comparação com 14% em 2022 e 10% em 2021, indicando uma possível tendência positiva no alinhamento das metas de sustentabilidade em relação a critérios e padrões estabelecidos (CBI, 2024a).

No entanto, apesar do referido avanço, uma análise mais detalhada revela que uma parcela significativa dos SLBs emitidos ainda não atende aos critérios mais rigorosos de alinhamento. Em termos numéricos, o montante total de SLBs não alinhados devido à ausência de metas de redução de gases de efeito estufa foi de USD 73,1 bilhões, enquanto USD 110,4 bilhões foram considerados não alinhados por cobrir apenas parcialmente as emissões de gases de efeito estufa (CBI, 2024a). Esses números ressaltam a necessidade de melhorias na definição e na abrangência das metas de sustentabilidade associadas aos SLBs.

A diversificação do mercado de SLBs foi outro destaque em 2023. Em termos regionais, a Europa foi responsável por 48% do volume total de SLBs, com emissões

alinhadas somando USD 11,5 bilhões. A Ásia-Pacífico, impulsionada principalmente pela China, ficou em segundo lugar, enquanto a América Latina foi a única região a registrar crescimento tanto no volume total quanto no volume alinhado, com um aumento de 397% nas emissões alinhadas, totalizando USD 10,4 bilhões (CBI, 2024a). O Chile se destacou como a maior fonte de emissões alinhadas, incluindo o seu título soberano de SLBs no montante de USD 8,6 bilhões, consolidando sua posição como um dos líderes na emissão de títulos sustentáveis alinhados (CBI, 2024a).

Setorialmente, os SLBs foram emitidos por uma ampla gama de agentes de diferentes setores econômicos, destacando-se os setores industrial, governamental e de óleo e gás. O setor industrial liderou em termos de volume emitido, totalizando USD 12 bilhões em 54 emissões, embora apenas 7% desse volume tenha sido classificado como alinhado (CBI, 2024a). O setor governamental foi o segundo maior em volume, com USD 10,1 bilhões em emissões, dos quais 96% foram alinhados, impulsionados principalmente pelas emissões soberanas do Chile (CBI, 2024a). Por outro lado, o setor de óleo e gás não conseguiu alinhar nenhuma de suas emissões com os critérios estabelecidos pela CBI, evidenciando as dificuldades desse setor em atender às exigências de sustentabilidade dos padrões internacionais (CBI, 2024a).

Em período mais recente, o mercado de SLBs apresentou uma crescente participação de países emergentes. Em 2023, 33% do volume total de SLBs e 48% das emissões originaram-se de mercados emergentes, a maior participação desde 2019 (CBI, 2024a). Essa tendência indica um potencial crescente interesse desses países em utilizar os SLBs como uma ferramenta para financiar seus planos de transição para economias de baixo carbono. O México, por exemplo, emergiu como um importante emissor, com 38% de suas emissões de SLBs em 2023 sendo alinhadas, destacando-se no mercado de títulos sustentáveis. O Brasil, por sua vez, não se encontra posicionado nem entre os dez principais emissores (CBI, 2024a).

Por fim, a análise da distribuição por moeda revela que o Euro (EUR) foi a moeda predominante nas emissões de SLBs em 2023, representando 50% do volume total, seguido pelo Dólar Americano (USD). Essa predominância do Euro está associada à forte presença de emissores europeus no mercado, além da preferência dos investidores por instrumentos denominados em moedas de economias estáveis ao realizarem emissões internacionais (CBI, 2024a).

Em seu relatório mais recente e específico sobre os SLBs em contexto global, a CBI (2024b) destaca pontos relevantes e críticos para o desenvolvimento deste mercado. O

relatório aborda as principais críticas relacionadas à estrutura e à qualidade dos SLBs. Um dos principais problemas apontados é a falta de ambição nas metas de sustentabilidade estabelecidas pelos emissores. Em certos casos, os emissores definem metas que já foram alcançadas ou que são relativamente fáceis de atingir, comprometendo assim a credibilidade e o impacto real dos SLBs no avanço da sustentabilidade. Essa falta de ambição das metas não pressiona os emissores a promoverem mudanças significativas em suas operações e práticas ambientais (CBI, 2024b).

Além disso, a seleção inadequada e a calibração dos KPIs são críticas recorrentes. Muitos SLBs utilizam KPIs que não são materialmente relevantes para o setor ou para os impactos ambientais que os títulos pretendem alcançar. Há uma dependência excessiva de KPIs únicos, o que limita a capacidade dos títulos de capturar de maneira holística os impactos das atividades das empresas e reduz a sua eficácia como instrumento de financiamento sustentável (CBI, 2024b).

Destaca-se a inconsistência na divulgação de informações pelos emissores de SLBs como uma crítica importante. Diversos emissores não fornecem relatórios claros ou frequentes sobre o progresso em relação às metas de sustentabilidade, e quando o fazem, notam-se casos em que faltam explicações detalhadas sobre as variações no desempenho ou as mudanças nas métricas utilizadas. Essa falta de transparência e a divulgação inadequada tem potencial considerável de impactar a confiança dos investidores e a potencialidade de ampliação do uso dos SLBs como instrumentos de mercado (CBI, 2024b).

Dentre outras, Tabela 4 a seguir condensa dados sobre os pontos relevantes destacados no relatório da CBI.

Tabela 4 – Seleção de pontos relevantes acerca do contexto global dos SLBs, conforme indicados em relatório da CBI

Tópico	Ponto Relevante
	A maioria dos SLBs possui apenas um KPI (59% dos títulos e 54% do montante), embora alguns títulos possam ter até quatro. KPIs relacionados à mitigação climática dominam o mercado, representando mais de 50% dos KPIs em quase todos os setores. Muitos setores ainda não utilizam KPIs materiais de maneira adequada, sugerindo a necessidade de maior orientação, monitoramento ativo e possivelmente regulamentação.
Características Estruturais	Somente 14% do total de SLBs, representando 17% do montante emitido, estão alinhados com os requisitos da metodologia da base de dados de SLBs da Climate Bonds Initiative. No entanto, essa proporção está crescendo: em 2023, 35% dos títulos emitidos até novembro estavam alinhados. As principais razões para a não conformidade incluem a ausência de metas de redução de emissões de gases de efeito estufa ou sua cobertura parcial.
	Os mecanismos financeiros dominantes no mercado atual de SLBs são os <i>coupon step-ups</i> ,

Tópico	Ponto Relevante
	presentes em 58% dos SLBs, representando 77% do montante emitido. Os step-ups são estruturados com aumentos médio por target de 24.8 basis points (bps) que representa 0,248%.
Desempenho dos KPIs	Dos 50 emissores avaliados, 48 relatam publicamente o desempenho de seus KPIs, mas a qualidade dos relatórios varia consideravelmente. Três aspectos relacionados ao fraco desempenho dos relatórios são destacados: falha em explicar as razões para as mudanças no desempenho, falta de clareza em relação à reavaliação dos dados e inconsistências nas divulgações dos emissores
Planos de Transição	Há uma correlação positiva entre a emissão de SLBs e a qualidade da divulgação ambiental de uma empresa. Entre os 50 principais emissores avaliados, a pontuação média foi de 17,4 em 35 pontos, mas a faixa de pontuação é ampla, variando de 0 a 27 pontos. Emissores latino-americanos, como os do México, obtiveram boas pontuações, com uma média de 18,65 pontos

Fonte: elaboração própria, com base nos dados da CBI (2024b).

Conforme apresentado, embora o mercado de SLBs tenha se expandido e diversificado, apresentando um potencial relevante enquanto instrumento das finanças sustentáveis, esta modalidade de título ainda enfrenta desafios significativos. O mercado de emissões de SLB é caracterizado por uma alta frequência de emissões com de baixa qualidade estrutural de seus contratos, que carecem de ambição, credibilidade e divulgação adequada (CBI, 2024b). Compreender e resolver essas questões é essencial para promover um mercado mais robusto e confiável. A criação e a adoção de orientações e padrões contratuais melhores e mais consistentes são tidas como fundamentais para aumentar a confiança entre os participantes do mercado e contribuir para a credibilidade e propagação deste instrumento (CBI, 2024b).

2. NOTAS METODOLÓGICAS E RECORTES DA PESQUISA.

2.1 Características gerais da pesquisa.

Considerando tratar-se de instrumento recente, a literatura acadêmica em âmbito nacional acerca dos *sustainability-linked bonds* ainda é incipiente. Mais especificamente, em relação a estudos que se proponham a investigar os termos específicos dos instrumentos contratuais que compõem esta categoria, de forma abrangente e sistematizada, pode-se dizer que, até a presente data, são virtualmente inexistentes. Também não há, no âmbito da legislação brasileira, definição específica ou previsões expressas acerca dos regramentos contratuais que devam ser observados ao classificar um título como *sustainability-linked*. Sendo assim, o contexto nacional é marcado por práticas contratuais que, em grande medida, são orientadas por princípios internacionais de adesão voluntária – com centralidade para os SLBPs – cuja adoção igualmente não determina de forma obrigatória a previsibilidade das obrigações e direitos ligados às metas e objetivos de sustentabilidade dos títulos.

Diante desse cenário de desconhecimento da realidade dos termos contratuais dos *sustainability-linked bonds* emitidos no mercado brasileiro, optou-se pelo desenvolvimento da pesquisa com objetivo misto, mas primordialmente exploratório. Conforme destacado por Gil (1999), pesquisas exploratórias são desenvolvidas com o intuito de proporcionar uma visão geral de um determinado objeto de estudo, sendo realizado principalmente quando o tema escolhido é pouco explorado. Em sentido similar, Andrade (2002) expõe como uma das finalidades centrais dos estudos exploratórios proporcionar maiores informações sobre o assunto que se deseja investigar e cujo objeto carece de aprofundamento. Assim, as pesquisas exploratórias aprofundam conceitos preliminares sobre uma determinada temática que ainda não tenham sido abordados satisfatoriamente, contribuindo para o esclarecimento de questões superficialmente abordadas anteriormente (Raupp; Beuren, 2006).

Considerando o contexto apresentado, e o objetivo do estudo de determinar como estão contratualmente regradados os direitos e obrigações relacionados às metas e objetivos de sustentabilidade em escrituras de emissão de debentures qualificadas como *sustainability-linked bonds* emitidas no Brasil, a abordagem majoritariamente exploratória se mostrou pertinente. Vale destacar que, apesar da abordagem adotada ser majoritariamente exploratória, a própria construção do objetivo de pesquisa também traz elementos descritivos, incluídos ao

longo da pesquisa conforme a realidade do regramento dos direitos e obrigações previstos nas escrituras de emissão foi sistematizada. A partir desta abordagem mista, a pesquisa foi realizada através da análise documental das respectivas escrituras de emissão, valendo-se de material sem tratamento prévio e visando, conforme elucidam Silva e Grigolo (2002) sobre as pesquisas documentais, selecionar, tratar e interpretar a informação bruta, com o objetivo de extrair sentidos dos termos contratuais das escrituras analisadas e propor-lhes uma sistematização capaz de colaborar com a orientação e o desenvolvimento de futuras análises.

2.2 Coleta de dados, recortes e seleção das amostras para análise.

Antes de adentrar de forma mais aprofundada nas fontes e processo de coleta dos dados, é relevante destacar que até a data de elaboração da presente pesquisa não há uma base de dados oficial e pública que agregue os dados dos títulos temáticos emitidos no Brasil. Nesse sentido, pontua-se a necessidade eminente de construção de tal base para fins de divulgação de informações aos diversos agentes e instituições que atuam no setor financeiro, bem como enquanto ferramenta necessária à realização de estudos, avaliações e no desenvolvimento informado do campo das finanças sustentáveis em âmbito nacional. O contexto em que são estruturados os SLBs, em relação aos quais a publicização de tais emissões não possui regulação específica determinando a obrigatoriedade de se destacar em bases públicas o fato de que são títulos temáticos, faz com que seja provável o subdimensionamento do tamanho deste mercado em âmbito nacional e torne virtualmente inviável o seu dimensionamento preciso¹⁷.

Em meio ao contexto de limitação de fontes oficiais de emissões de títulos temáticos, o presente estudo utilizou a base de dados desenvolvida pela ERM NINT¹⁸ como fonte para verificação do universo de SLBs emitidos no mercado brasileiro. Conforme determinado no site da ERM NINT¹⁹, trata-se do primeiro banco de dados completo²⁰ de títulos temáticos no

¹⁷Nesse sentido, é relevante ressaltar que o presente estudo não se dispõe ou declara ter avaliado as previsões contratuais de todas as emissões de sustainability-linked bonds no Brasil.

¹⁸A ERM NINT operou sob a marca SITAWI entre 2013 e 2021. Disponível em: <https://www.nintgroup.com/quem-somos#SobreaNINT>. Acesso em 20/01/2024.

¹⁹ Conforme extraído do site: “A ERM NINT é responsável pelo primeiro banco de dados completo de títulos temáticos no Brasil. O termo inclui títulos verdes, sociais, sustentáveis e de transição (green/social/sustainable/transition bonds), ou seja, dívidas captadas para ativos que apresentam diferentes tipos de externalidades socioambientais. A base inclui todas as operações de crédito sustentáveis no país, cobrindo não

Brasil²¹ e o único a ser disponibilizado para acesso público. Localizada no campo *insights* da homepage da ERM NINT, a base de dados²² de dívidas ESG - originalmente em formato “.excel” - foi extraída do site e transferida para um documento próprio. A tabela transposta, que contém dados sobre as diversas modalidades de títulos temáticos emitidos no contexto nacional, e capturados pela sua metodologia²³, determinou os seguintes filtros de coluna e opções de amostra, na ordem em que estão dispostas na Tabela 5, a seguir.

Tabela 5 – Filtros de colunas e opções selecionáveis da base de dados

Filtro de Coluna	Opções Selecionáveis
#	Referência da numeração das emissões na tabela da base de dados
Emissor	Nome da companhia emissora/devedora do instrumento financeiro
Mercado	Nacional
	Internacional
Instrumento Financeiro	Bond
	Cédulas do Produtor Rural
	Certificados de Recebíveis do Agronegócio
	Certificados de Recebíveis Imobiliários
	Debentures de Infraestrutura
	Debentures
	Empréstimos
	Financiamento
	Fundo de Investimento Imobiliário
	Fundo de Investimento em Direito Creditório
	Letras Financeiras
	Notas Comerciais
	Notas Comerciais Escriturais
	Notas Promissórias
	Senior Note
	Desempenho
Tipos	Uso de Recursos
	Uso de Recursos/Desempenho
	Verde
Categoria	Social
	Sustentável
	Transição
	Verde

só títulos certificados pelo Climate Bonds Initiative (CBI), como outros mecanismos e temas.”. Disponível em: <https://www.nintgroup.com/#Basededados>. Acesso em: 20/01/2024.

²⁰ Apesar da relevância e pioneirismo dessa base de dados, a afirmação de que se trata de um banco de dados completo de títulos temáticos no contexto nacional não é verificável. Esse fato ressalta o apontamento de que, no contexto atual, não é possível afirmar que uma referida pesquisa esteja cobrindo todo o universo dos *sustainability-linked bonds* emitidos no Brasil, ou estabelecer proposições semelhantes sem as devidas ressalvas acerca de suas limitações.

²¹ Disponível em: <https://www.nintgroup.com/quem-somos#SobreaNINT>. Acesso em: 20/01/2024.

²² Vale destacar que recentemente a base de dados foi novamente acessada. Nesta última atualização, a base ganhou maior complexidade e teve a estruturada alterada. A base agora pode ser acessada a partir de um documento formatado em *Power BI* da *Microsoft*. Foram adicionados novos filtros e parâmetros de pesquisa.

²³ É relevante destacar que a metodologia de composição da base de dados não é disponibilizada ao público.

Filtro de Coluna	Opções Seleccionáveis
	Outros (tipo de emissor; data da emissão; moeda; valor; prazo)

Fonte: elaboração própria.

Considerando que o estudo objetiva avaliar as previsões contratuais dos títulos emitidos no contexto brasileiro, o primeiro filtro ativado foi “Mercado” e a opção selecionada foi “Nacional”. Dado que os SLBs são títulos da modalidade *sustainability-linked*, em oposição aos títulos *use of proceeds*, o segundo filtro ativado foi o “Tipo”, tendo sido selecionada a opção “Desempenho” (nesse sentido, vale destacar que após a seleção do filtro “Nacional” em “Mercado”, as únicas opções para “Tipo” passaram a ser “Desempenho”, “Uso de Recursos” e “Verde”). Tendo sido ativados os filtros mencionados, as opções de instrumento financeiro restantes foram as seguintes, com o número de instrumentos identificados destacado entre parênteses após a sua classificação: (i) Cédulas do Produtor Rural (1); (ii) Certificados de Recebíveis do Agronegócio (2); (iii) Certificados de Recebíveis Imobiliários (1); (iv) Debentures de Infraestrutura (2); (v) Debentures (12) e (vi) Empréstimos (19).

Considerando o objetivo do presente estudo, e a adoção de abordagem prioritariamente exploratória para o seu desenvolvimento, foram determinados como critérios de seleção (i) a dimensão das amostras disponíveis para análise; (ii) a disponibilidade dos documentos contratuais sobre os quais a análise é realizada, e (iii) a relevância do instrumento para o financiamento da atividade empresarial no contexto brasileiro. Tendo por base os critérios de seleção elencados, a escolha pela avaliação da categoria “Empréstimos” se mostrou inviável de antemão, devido ao caráter de confidencialidade e a impraticabilidade de acesso aos seus termos contratuais. Excluída a categoria “Empréstimos”, a segunda categoria com maior número de amostras para análise foi a das “Debentures”²⁴ que, por constituírem instrumentos do mesmo grupo, foram consideradas em combinação com os instrumentos identificados como “Debentures de Infraestrutura”. Tendo suprido o critério de dimensão e disponibilidade de acesso da documentação para análise, acerca do critério de relevância, verifica-se que, de acordo com levantamentos feitos pela CVM, conjuntamente com as ações, as debentures representam o principal meio de captação de recursos das companhias junto ao mercado investidor brasileiro (MATTOS FILHO, 2015).

²⁴ As emissões identificadas como Debêntures de Infraestrutura foram incluídas no grupo Debentures para fins de análise do presente trabalho.

Para fins de caracterização geral, as debêntures são definidas como títulos de dívida emitido por companhias, que conferem aos seus titulares (geralmente denominados de debenturistas) direito de crédito contra a companhia emissora, de acordo com as condições específicas determinadas na escritura de emissão²⁵. É relevante notar, para os fins do presente estudo, o caráter eminentemente contratual atribuído às debentures na legislação que lhe é aplicável, ressaltando a relevância das disposições estabelecidas nas respectivas escrituras de emissão. Nas palavras de Mattos Filho (2015, p. 40),

É a escritura o instrumento pelo qual a companhia oferece ao público as debêntures, estabelecendo as condições de aquisição, os direitos dos compradores e as obrigações que a sociedade ou terceiro por ela assumem. Assim, a companhia, ao ofertar as debêntures através da escritura de emissão, o faz segundo os direitos e obrigações deliberados pela assembleia geral, sendo que o adquirente a eles adere; **ou seja, trata-se de um contrato de investimento coletivo, materializado pela subscrição desse gênero de valor mobiliário, ao qual aderem os subscritores, segundo as regras obrigacionais unilateralmente ofertadas pela companhia e aceitas pelos investidores.** [...]

A escritura de emissão deverá conter todas as cláusulas e condições necessárias e suficientes para permitir ao investidor formar seu juízo quanto à conveniência ou não de realizar o investimento. [...] [grifos do autor]

Nesse contexto, tendo em vista a materialidade da análise das escrituras e o objetivo do presente estudo, seguindo os critérios definidos e tendo julho de 2023 como data de corte para a extração e análise dos dados, foram identificadas 14²⁶ emissões de debêntures que se qualificam como SLBs, conforme destacadas a seguir.

Tabela 6 - Características Gerais dos SLBs analisados

Emissora	Setor	Valor (em milhões de reais)	Data de Emissão	Data de Vencimento
Allonda Ambiental Participações S.A.	Construção Civil, Investimento em Empreendimentos e Participação no capital social de outras sociedades	270	25/3/2021	25/3/2026
Bemol S.A.	Lojas de Departamento / Magazines	200	22/7/2021	22/7/2026
Cálamo Distribuidora de Produtos de Beleza S.A.	Comércio e distribuição por atacado de perfumaria, cosméticos, produtos higiene pessoal, saneantes e	1.000	15/12/2020	15/12/2025

²⁵ Lei 6.404/76: Art. 52. A companhia poderá emitir debêntures que conferirão aos seus titulares direito de crédito contra ela, nas condições constantes da escritura de emissão e, se houver, do certificado.

²⁶ Em nova verificação, realizada em fevereiro de 2024, nota-se que a atualização da base de dados da ERM NINT apresenta novas emissões (considerando emissões realizadas após a data de corte e emissões realizadas anteriormente à data de corte, que não estavam incluídas na base de dados quando consultada) a partir dos filtros determinados para esta pesquisa. Dada a restrição temporal para execução desta pesquisa, as novas emissões incluídas na base de dados não foram avaliadas.

Emissora	Setor	Valor (em milhões de reais)	Data de Emissão	Data de Vencimento
domissanitário				
Elea Digital Infraestrutura e Redes de Telecomunicações S.A.	Telecomunicações	200	03/12/2022	03/12/2029
Energisa S.A.	Energia	750	20/10/2022	1a Série: 20/10/2027 2a Série: 10/10/2029
Eurofarma Laboratórios S.A.	Químicos e Farmacêuticos	1.000	18/2/2022	18/2/2028
Fleury S.A.	Clínica e Hospital	1.000	8/7/2021	1a série: 08/07/2025 2a série: 08/07/2026 3a série: 08/07/2028
Raízen Energia S.A.	Energia, Produção de Etanol, e subprodutos da cana-de-açúcar	1.196,685	15/3/2022	1a série: 15/03/2029 2a série: 15/03/2032
Rumo Malha Paulista S.A.	Exploração de Atividades Ferroviárias	1.500	15/4/2021	1a série: 15/06/2027 2a série: 15/06/2031
Sul América S.A.	Seguradora	1.500	8/11/2021	1a série: 08/11/2026 2a série: 08/11/2028
Telefônica Brasil S.A.	Telecomunicações	3.500	12/07/2022	1a série: 12/07/2025 2a série: 12/07/2027
TIM S.A.	Telecomunicações	1.600	15/06/2021	15/06/2028
Via Varejo S.A.	Indústria e Comércio de Manufaturados	1.000	30/4/2021	1a série: 30/04/2024 2a série: 30/04/2026
Votorantim Cimentos S.A.	Mineração e Comercialização de Cimento e Produtos Correlatos	500	5/10/2021	5/10/2028

Fonte: Elaboração própria com base nos dados das escrituras de emissão extraídas da base de dados da ANBIMA Data

Para fins de realização da análise das estruturas contratuais objeto do presente estudo, após identificadas e filtradas as respectivas emissões, foram identificadas e acessadas cada uma das escrituras de emissões específicas pela base de registros da ANBIMA, a ANBIMA Data²⁷. Após extraídas, as respectivas escrituras serviram como a fonte para a extração dos dados e informações que compõem o presente estudo. Nesse sentido, foi realizada a avaliação integral dos termos de todas as respectivas escrituras de emissão, o que totalizou aproximadamente 1.200 páginas contratuais analisadas. As avaliações levaram em consideração os eventuais aditamentos das escrituras, quando e conforme aplicável. Desta forma, a análise foi feita com amostra representando, até a data de corte estabelecida, a estrutura e os termos contratuais finais consolidados de cada uma das emissões.

Conforme identificados através da análise das escrituras de emissão, cada um dos direitos e obrigações relacionados às metas e objetivos de sustentabilidade identificados foram transpostos para uma nova tabela, sendo inicialmente agrupados por temas gerais. Com o

²⁷ Disponível em: <https://data.anbima.com.br/>. Último acesso em: 20/01/2024.

aumento da quantidade de escrituras de emissão avaliadas, os temas gerais que agrupavam os direitos e obrigação avaliados foram progressivamente alocados em categorias mais específicas – sempre individualizados por companhia emissora. Esse processo envolveu a avaliação e revisão contínua do agrupamento das disposições, considerando que os direitos e obrigações são determinadas nas escrituras de emissão através de cláusulas com redações variadas e alto grau de complexidade.

Como resultado, o processo de agrupamento dos direitos e obrigações relacionados às metas e objetivos de sustentabilidade que foram extraídos das escrituras de emissão, culminou na sistematização de seu regamento contratual em três eixos fundamentais: (i) previsões de estabelecimento das metas e objetivos de sustentabilidade; (ii) dinâmicas de transparência e instrumentos de aferição do progresso das metas e objetivos de sustentabilidade; e (iii) impactos do (des)cumprimento das metas e objetivos de sustentabilidade na estrutura de remuneração dos títulos. Considerando as limitações em relação à possibilidade de se determinar o acesso ao universo total de debêntures qualificadas como *sustainability-linked* e emitidas no contexto nacional, essa sistematização se mostra relevante para estabelecer parâmetros em que futuros estudos possam se basear para a análise e comparação dos termos contratuais, agregando e alterando eventuais conclusões ao que é estabelecido nesta pesquisa.

Com base nas informações extraídas das escrituras analisadas, após a sistematização e descrição detalhada dos regamentos específicos de cada um dos eixos identificados, para cada um dos eixos, considerando o contexto exposto anteriormente em que os SLBPs, publicados pela ICMA, representam o conjunto pioneiro e exclusivo de princípios que estabelecem recomendações à nível global para a estruturação desses títulos, foram destacados os eventuais desalinhamentos identificados entre as previsões contratuais analisadas e as orientações previstas nos princípios, conforme aplicável, bem como discutidas - sob a perspectiva das partes contratantes - implicações decorrentes da correlação das previsões contratuais identificadas. Considerando tratar-se de análise exploratória, a avaliação das implicações não teve por finalidade ou pretensão esgotar os temas abordados, ou possíveis de serem abordados, com base na sistematização das práticas contratuais observadas, mas sim trazer à luz questões relevantes para que possam ser contempladas e discutidas com base em dados da realidade observada.

3. ANÁLISE DAS DISPOSIÇÕES CONTRATUAIS DOS SLBs EM RELAÇÃO AOS DIREITOS E OBRIGAÇÕES VINCULADOS ÀS METAS E OBJETIVOS DE SUSTENTABILIDADE.

3.1 Previsões contratuais acerca do estabelecimento dos indicadores chave de desempenho (“KPIs” ou “SKPIs”) e das metas de sustentabilidade (“SPTs”) nas escrituras de emissão.

Os SLBs estabelecem os KPIs e os SPTs²⁸ como elementos centrais na estruturação dos SLBs, definindo o objetivo, bem como os parâmetros pelos quais o desempenho em sustentabilidade dos emissores será mensurado. A análise das escrituras revelou variações relevantes em seu regramento contratual, que serão apresentadas a seguir a partir das previsões contratuais acerca da (i) definição e composição das metas e objetivos de sustentabilidade; (ii) determinação das metas, linhas de base e da frequência de aferição²⁹ e (iii) do estabelecimento de fatores limitantes dos KPIs e SPTs, bem como de seus respectivos mecanismos de contingência.

3.1.1 Definição e composição das metas e objetivos de sustentabilidade.

De forma geral, os KPIs e SPTs são estabelecidos em anexos das escrituras de emissão. Do ponto de vista formal, em relação às estruturas dos anexos de divulgação, é relevante destacar que não foi identificado um padrão específico para a disposição ou conteúdo das informações, tendo as suas características e conteúdo variado de forma considerável entre as escrituras analisadas. Para além do aspecto formal, a análise das 14 escrituras de emissão de SLBs, conforme detalhada na Tabela 7 a seguir, revelou diversidade significativa tanto em relação aos temas abordados quanto no que diz respeito ao grau de especificidade dos indicadores escolhidos.

Tabela 7 – Temas e Indicadores Chave de Desempenho das Emissões de SLB analisadas

²⁸ Para os fins desta pesquisa, os termos KPIs e SPTs poderão ser referenciados, quando definidos em conjunto, genericamente como metas e objetivos de sustentabilidade.

²⁹ Para os fins desta pesquisa, os termos aferição e verificação serão utilizados como sinônimos.

Emissora	Tema	Indicador Chave de Desempenho Sustentável (KPI ou SKPI)
Allonda Ambiental Participações S.A.	Satisfação dos Colaboradores	Índice de Confiança conforme certificação Great Plate to Work®
	Gestão de Resíduos	Atingimento de Percentual de Resíduos Gerais Destinados à Reciclagem ou Reuso Atingimento de Percentual de Resíduos de Construção Civil Destinados à Reciclagem ou Reuso
Bemol S.A.	Transição e Reconhecimento como Negócio de Impacto Positivo	Obtenção da Certificação Sistema B®
Cálamo Distribuidora de Produtos de Beleza S.A.	Energia Elétrica Renovável	Atingimento de Percentual de Energia Elétrica Renovável
	Resíduos Sólidos Reciclados	Atingimento de Percentual de Resíduos Sólidos Reciclados
Elea Digital Infraestrutura e Redes de Telecomunicações S.A.	Uso Eficiente da Água (Índice WUE)	Garantir o atingimento de índice de Uso Eficiente da Água (a média simples do ano em questão do Índice de eficiência do uso da água (WUE) de seus atuais 7 (sete) datas centers, localizados no Brasil)
	Ambiente de Trabalho Descente	Obtenção da Certificação Great Place to Work®, considerando porcentagens específicas do índice de confiança
Energisa S.A.	Acesso à Energia Elétrica de Fontes Renováveis em Regiões Remotas	Ampliar o número de ligações de energia elétrica proveniente de fontes renováveis em regiões remotas dos Estados da Amazônia Legal
	Aumento da Capacidade Instalada em Geração Distribuída Fotovoltaica	Ampliar a capacidade instalada em Megawatt pico (MWp) em Geração
Eurofarma Laboratórios S.A.	Gerenciamento de Resíduos	Percentual de Medicamentos + Verdes comercializados sobre o total de medicamentos Eurofarma comercializados no varejo
	Diversidade 1 (Mulheres na Força de Venda)	Percentual de mulheres contratadas em processos seletivos para a "Força de Vendas" a nível Brasil
	Diversidade 2 (Mulheres em Cargo de Gestão)	Número de mulheres em cargos de Gestão da Força de Vendas (na área de "Comercial Campo")
Fleury S.A.	Gerenciamento de Resíduos Biológicos	Redução do Índice de Geração de Resíduos Biológicos (%)
	Acesso à Saúde para Pacientes das Classes Sociais C, D e E	Quantidade de clientes das classes sociais C, D e E que utilizam algum serviço DTC do Saúde iD
Raízen Energia S.A.	Atingimento Certificação Bonsucro (certificação global que garante a responsabilidade social e ambiental dos produtores de cana)	Ampliação de Unidades Operacionais com certificação Bonsucro
	Diversidade (mulheres em posição de liderança)	Ampliar o número Mulheres em Posições de Liderança
Rumo Malha Paulista S.A.	Redução e Emissões de Gases Efeito Estufa (GEE) Escopo 1	Redução de emissões diretas de GEE (Ton CO2) por quilômetro útil (TKU)
Sul América S.A.	Saúde Emocional	Promover acesso à saúde emocional por meio da conscientização, oferta de diagnóstico ou tratamento para 30.000

Emissora	Tema	Indicador Chave de Desempenho Sustentável (KPI ou SKPI)
Telefônica Brasil S.A.	Redução da Emissão de Gases de Efeito Estufa	Redução da emissão de CO2 decorrentes de combustão estacionária (consumo de combustível em geradores), combustão móvel (consumo de combustíveis na frota) e emissões fugitivas (recargas de gases refrigerantes em aparelhos de ar-condicionado)
	Diversidade (Pessoas Negras em Cargo de Liderança)	Atingimento de porcentagens de pessoas negras em cargos de liderança (supervisores, coordenadores, gerentes, gerentes sênior, diretores, vice-presidentes e CEO/COO)
TIM S.A.	Presença de 4G nos municípios brasileiros	Mensuração do número total de municípios atendidos pela TIM em comparação ao número total de municípios brasileiros
	Ecoeficiência no tráfego de dados	Indicador de eficiência energética que estabelece a relação entre o serviço oferecido ao cliente (bits transmitidos) e o impacto da empresa no meio ambiente (joules de energia consumida)
Via Varejo S.A.	Energia Elétrica Renovável	Atingimento de percentual de Energia Elétrica Renovável em propriedades da emissora
Votorantim Cimentos S.A.	Substituição Térmica	Atingimento de percentuais de substituição térmica
	Redução de Emissão de Gases de Efeito Estufa (kg/ton cimento)	Atingimento de montantes progressivamente reduzidos de emissão de gases de efeito estufa por tonelada produzida de cimento (kg/ton cimento)

Fonte: Elaboração própria com base nos dados das escrituras de emissão extraídas da base de dados da ANBIMA Data.

A partir da análise dos KPIs adotados pelas emissoras, nota-se uma concentração em determinadas áreas temáticas. Dos 14 SLBs avaliados, (i) cinco incluem indicadores relacionados à gestão de energia, seja por meio do aumento do uso de fontes renováveis ou pela melhoria da eficiência energética; (ii) um inclui indicador relacionado à gestão do uso de recursos hídricos; (iii) quatro incluem indicadores relacionados à gestão de resíduos; (iv) três incluem indicadores relacionados à redução de emissões de gases de efeito estufa; (v) três incluem indicadores relacionados à diversidade e inclusão, sendo (a) dois com foco específico na representatividade de mulheres em posições de liderança ou na força de trabalho, e (b) um na representatividade de pessoas negras em cargo de liderança; (vi) quatro estabelecem como meta o alcance de certificações de sustentabilidade, sendo listados a Sistema B®, Great Place to Work® e certificação Bonsucro e (v) três preveem metas de expansão de serviços à população, sendo (a) dois relacionados à saúde e (b) um relacionado à expansão de serviços de conectividade (telecomunicações). Com a ressalva de que as áreas temáticas estão em grande medida interconectadas, a distribuição temática dos títulos

analisados sugere a prevalência de indicadores ambientais, seguidos por questões sociais e de governança corporativa.

Quanto à composição dos KPIs incluídos nas escrituras, a análise revelou a prevalência de emissões com a previsão contratual de mais de um KPI. Nesse sentido, foram identificadas: (i) uma escritura com a determinação de três KPIs; (ii) nove escrituras com a determinação de dois KPIs, e (iii) quatro escrituras com a determinação de apenas um KPI. Nesse sentido, tem-se que, em aproximadamente 71% dos casos, as escrituras de emissão contam com mais de um KPI estabelecido para fins de aferição das metas de sustentabilidade. Dentre as que possuem mais de um KPI estabelecido, há prevalência no estabelecimento de 2 KPIs por emissão.

Em relação a menções estabelecendo previsões contratuais acerca de eventuais opiniões de segunda parte (*“second party opinions”*) que eventualmente tenham sido contratadas e produzidas no contexto pré-emissão para fins de avaliação das metas estabelecidas, apenas a emissão da Telefônica Brasil S.A. declara de forma expressa que esse serviço foi contratado e indica de forma precisa a data de sua elaboração, conforme redação abaixo:

VII. "Relatório do Verificador Externo" significa o relatório, a ser elaborado pelo Verificador Externo, a respeito do atendimento (ou não), pela Emissora, dos SKPI, disponibilizado ao Agente Fiduciário no prazo de até 90 (noventa) dias contados da Primeira Data de Verificação e da Segunda Data de Verificação. Para fins de clareza, o "Relatório do Verificador Externo" **deverá considerar e adotar como ponto de partida o previsto no sustainability-linked financing framework elaborado pela Emissora e no parecer de verificação (second party opinion) elaborado por empresa especializada e contratada pela Emissora, ambos emitidos em junho de 2022 e disponíveis nos canais de divulgação habituais da Emissora;** [grifos do autor]

Mesmo para a emissão da Telefônica Brasil S.A., conforme indicada acima, não é possível determinar quais foram as conclusões específicas do parecer pela análise da escritura. Em relação às demais escrituras, devido à ausência de menções específicas, não foi possível determinar, pela análise dos seus termos contratuais, se foram contratadas opiniões de segunda parte previamente à emissão do título. De forma semelhante, não foram encontradas menções a padrões regulatórios ou taxonomias específicas que basearam a seleção dos KPIs e SPTs estabelecidos nas emissões³⁰.

³⁰ Acerca deste aspecto, é relevante mencionar que o presente estudo se restringiu a avaliar as escrituras das emissões destacadas sendo que tais pareceres potencialmente podem ter sido contratados e divulgados de outra

3.1.2 Metas, linhas de base e frequência de aferição.

Diretamente relacionadas aos KPIs determinados, foram identificadas disposições contratuais nas escrituras de emissão com a finalidade de determinar percentuais específicos para o atingimento das metas e objetivos de sustentabilidade. Além das porcentagens de metas, certas escrituras de emissão analisadas também contam com previsão contratual estabelecendo de forma expressa as suas respectivas linhas de base, que marcam a situação a partir da qual a emissora partirá para atingir as metas e objetivos de sustentabilidade determinados. A Tabela 8, apresentada a seguir, ilustra as previsões de linhas de base e objetivos definidos para cada KPI estabelecido nas escrituras de emissão de SLBs avaliadas.

Tabela 8 – Metas e linhas de base (*baselines*) dos Indicadores Chave de Desempenho das Emissões de SLB analisadas

Emissora	KPI	Metas do KPI	Linhas de Base (“<i>Baseline</i>”)
Allonda Ambiental Participações S.A.	Índice de Confiança conforme certificação Great Plate to Work®	2021: 80%; 2022: 82%; 2023: 84%; 2024: 86% 2025: 88%	Não identificada menção expressa ao ponto de partida na escritura da emissão
	Atingimento de Percentual de Resíduos Gerais Destinados à Reciclagem ou Reuso	2021: 68,9%; 2022: 69,8%; 2023: 70,1%; 2024: 70,1% e 2025: 70,1%	Não identificada menção expressa ao ponto de partida na escritura da emissão
	Atingimento de Percentual de Resíduos de Construção Civil Destinados à Reciclagem ou Reuso	2021: 96,7%; 2022: 97,3%; 2023 97,5%; 2024: 97,9% e 2025: 97,9%	Não identificada menção expressa ao ponto de partida na escritura da emissão
Bemol S.A.	Obtenção da Certificação Sistema B®	Obtenção da certificação até 22 de janeiro de 2024	Não identificada menção expressa ao ponto de partida na escritura da emissão
Cálamo Distribuidora de Produtos de Beleza S.A.	Atingimento de Percentual de Energia Elétrica Renovável	2021: 92%; 2022, 2023 e 2024: 100%	Não identificada menção expressa ao ponto de partida na escritura da emissão
	Atingimento de Percentual de Resíduos Sólidos Reciclados	2021 e 2022: 95%; 2023: 96%; 2024 97%	Não identificada menção expressa ao ponto de partida na escritura da emissão
Elea Digital Infraestrutura e	Garantir o atingimento de índice de Uso	Garantir que a média simples do ano em questão do índice de uso	30 de setembro de 2022 Companhia possuía um WUE

forma. Ainda assim, não há previsão contratual nas escrituras avaliadas determinando que tenha sido realizada tal análise ou quais foram as suas conclusões acerca da emissão.

Emissora	KPI	Metas do KPI	Linhas de Base (“Baseline”)
Redes de Telecomunicações S.A.	Eficiente da Água (a média simples do ano em questão do Índice de eficiência do uso da água (WUE) de seus atuais 7 (sete) datas centers, localizados no Brasil)	eficiente da água (WUE) atinja, até 31 de dezembro de 2026 0,3 litros por 1 quilowatt-hora por mês e	ponderado de 0,5116 litros por 1 quilowatt-hora por mês
		até 31 de dezembro de 2028 atinja 0,2 litros por 1 quilowatt-hora por mês.	
		Garantir, até 31 de dezembro de 2024 a certificação Great Place to Work com índice de confiança de, no mínimo, 70% e	
	Obtenção da Certificação Great Place to Work®, considerando percentagens específicas do índice de confiança	até 31 de dezembro de 2026 com índice de confiança de: (i) caso o índice de confiança obtido na primeira data de observação esteja entre 70% e 75% (inclusive), a Companhia se compromete a obter um índice de confiança de, no mínimo, 10 pontos percentuais acima, e (ii) caso o índice de confiança obtido na primeira data de observação esteja entre 76% (inclusive) e 80% (inclusive), a Companhia se compromete a obter um índice de confiança de, no mínimo, 85%.	Não identificada menção expressa ao ponto de partida na escritura da emissão
Energisa S.A.	Ampliar o número de ligações de energia elétrica proveniente de fontes renováveis em regiões remotas dos Estados da Amazônia Legal	Garantir, até 31 de dezembro 2026, pelo menos 20.067 ligações de energia elétrica provenientes de fontes renováveis para a população localizada em áreas remotas dos Estados da Amazônia Legal	1.810 ligações, em 31 de julho de 2022
	Capacidade instalada em Megawatt pico (MWp) em Geração	Garantir, até 31 de dezembro 2024, pelo menos 371MWp instalados em Geração Distribuída (GD) fotovoltaica)	59,8 MWp, em 31 de dezembro de 2021
Eurofarma Laboratórios S.A.	Percentual de Medicamentos + Verdes comercializados sobre o total de medicamentos Eurofarma comercializados no varejo	Primeira Medição: 31/12/23 (8% de participação de Medicamentos +Verdes comercializados, frente o total comercializado pela Eurofarma no varejo)	Em novembro de 2021, o percentual de Medicamentos +Verdes comercializados sobre o total de medicamentos Eurofarma foi de 5,4%.
		Segunda Medição: 31/12/2025 (10% de participação de Medicamentos +Verdes comercializados, frente o total comercializado pela Eurofarma no varejo)	
		Terceira Medição: não aplicável	
	Percentual de mulheres contratadas em processos seletivos para a "Força de Vendas" a nível Brasil	Primeira Medição: 31/12/23 (Contratar, no mínimo, 50% de mulheres para a "Força de Vendas" na área "Comercial Campo" a cada ano);	A meta de contratação de no mínimo 50% de mulheres para novas vagas da "Força de Vendas" na área "Comercial Campo" a cada ano foi

Emissora	KPI	Metas do KPI	Linhas de Base (“Baseline”)
		Segunda Medição: não aplicável; Terceira medição: 31/12/2026 (Contratar, no mínimo, 50% de mulheres para a "Força de Vendas" na área "Comercial Campo" a cada ano)	estabelecida conforme o histórico de contratação abaixo. Em novembro de 2021, 58% de mulheres foram contratadas, enquanto em 2020 foram 27% e em 2019, 20% de mulheres contratadas.
	Número de mulheres em cargos de Gestão da Força de Vendas (na área de "Comercial Campo")	Primeira Medição: não aplicável; Segunda Medição: não aplicável; Terceira medição: 31/12/2026 (Dobrar o número de mulheres em cargos de "Gestão da Força de Vendas" de 9 para 18)	Em novembro de 2021, o número de mulheres em cargo de "Gestão da Força de Vendas" (na área "Comercial Campo") era de 9.
	Redução do Índice de Geração de Resíduos Biológicos (%)	Primeira Medição: 31/12/2023 (índice menor ou igual 0,0115 kg/exame); Segunda medição: 31/12/2025 (índice menor ou igual a 0,0107 kg/exame)	Primeira medição: o atingimento da meta equivale a redução de 14,12%; Segunda medição: o atingimento da meta equivale a redução de 20,54%
Fleury S.A.	Quantidade de clientes das classes sociais C, D e E que utilizam algum serviço DTC do Saúde iD	Primeira Medição: 30/06/2024 (250.000 clientes acumulados dessas classes sociais); Segunda medição: 30/06/2026 (1.000.000 clientes acumulados dessas classes sociais)	Não identificada menção expressa ao ponto de partida na escritura da emissão
	Ampliação de Unidades Operacionais com certificação Bonsucro	Até 31 de março de 2026: Alcançar 94% de Unidades Operacionais com certificação Bonsucro	Março de 2021 74%, de acordo com o relatório do Avaliador Externo
Raízen Energia S.A.	Ampliar o número Mulheres em Posições de Liderança	Até 31 de março de 2026: Alcançar 30% de Mulheres em Posições de Liderança	Março de 2021 19% de acordo com o relatório do Avaliador Externo
Rumo Malha Paulista S.A.	Redução de emissões diretas de GEE (Ton CO2) por quilômetro útil (TKU)	Até 2023: Redução de 15% das toneladas de emissões diretas de GEE (Ton CO2e) por quilômetro útil (TKU), tendo como referência o ano de 2019	2019 14,34 toneladas de emissões diretas
	Promover acesso à saúde emocional por meio da conscientização, oferta de diagnóstico ou tratamento	Até 31 de dezembro de 2024: 30.000 pessoas e Até 31 de dezembro de 2026: 150.000 pessoas.	Em 2020, com valor de, aproximadamente, 3.000 (três mil) pessoas, considerando aproximadamente 1.000 (um mil) impactadas por projetos sociais e cerca de 2.000 (duas mil) beneficiadas por ações proativas para mapeamento de transtornos mentais no programa "Unica Mente".
	Redução da Emissão de Gases de Efeito Estufa	Primeira Meta: 31/12/2023: 54,4 mil toneladas Segunda Meta: 31/12/2025: 43,5 mil toneladas	31 de dezembro de 2021 63.018 toneladas de emissão de gases de efeito estufa
Telefônica Brasil S.A.	Diversidade (Pessoas Negras em Cargos de Liderança)	Primeira Meta: 31/12/2023 24% de pessoas negras em cargos de liderança Segunda Meta: 31/12/2025 30% de pessoas negras em	31 de dezembro de 2021 19,4% de pessoas em cargos de liderança

Emissora	KPI	Metas do KPI	Linhas de Base (“Baseline”)
		cargos de liderança	
TIM S.A.	Presença de 4G nos municípios brasileiros	Até dezembro de 2023: 100% de presença 4G nos municípios brasileiros	2019 62% dos municípios
	Ecoeficiência no tráfego de dados	Até dezembro de 2025: 80% de ecoeficiência no tráfego de dados	9.827 bit/Joule
Via Varejo S.A.	Atingimento de percentual de Energia Elétrica Renovável	Primeira Meta: 31/12/2022 (índice maior ou igual a 50%) Segunda Meta: 31/12/2025 (índice maior ou igual a 90%)	Não identificada menção expressa ao ponto de partida
Votorantim Cimentos S.A.	Atingimento de percentuais de substituição térmica	2020: 23,3%; 2021: 24,9%; 2022: 26,2%; 2023: 27,4%; 2024: 28,8%; 2025:30,3%; 2026: 31,5%; 2027: 32,7%	Não identificada menção expressa ao ponto de partida
	Atingimento de montantes progressivamente reduzidos de emissão de gases de efeito estufa por tonelada produzida de cimento (kg/ton cimento)	2020: 576 2021: 572 2022: 568 2023: 562 2024: 555 2025:548 2026: 541 2027: 535	Não identificada menção expressa ao ponto de partida

Fonte: Elaboração própria com base nos dados das escrituras de emissão extraídas da base de dados da ANBIMA Data.

A análise das metas e linhas de base dos KPIs revela heterogeneidade nas abordagens adotadas pelos emissores de SLBs no mercado brasileiro. Esta variabilidade se manifesta tanto na especificidade das metas estabelecidas quanto na apresentação dos respectivos pontos de partida. Conforme determinado no âmbito da Tabela 8, das 14 emissões analisadas, sete não possuíam linhas de base para metas do KPI, sendo que destas sete, duas possuíam linha de base para um dos KPIs estabelecidos na escritura, mas não para o segundo. Destaca-se, nesse sentido, que em 50% das escrituras de emissão avaliadas foram determinados KPIs em relação aos quais não constam de forma expressa a sua respectiva linha de base.

Em relação às metas estabelecidas, para além da especificidade e apresentação dos respectivos pontos de partida, outra dimensão de variabilidade identificada nas escrituras analisadas diz respeito aos aspectos temporais das respectivas verificações de atingimento das metas e objetivos de sustentabilidade. Dos 14 títulos avaliados, três preveem periodicidade de verificação anual para todos os KPIs da emissão. Em outros seis casos, as escrituras preveem pelo menos um dos KPIs com dois eventos distintos de verificação, sendo que (a) em duas dessas escrituras, o único KPI estabelecido possui dois eventos de verificação, (b) em três dessas escrituras os dois KPIs estabelecidos possuíam dois eventos de verificação (c) em uma

dessas escrituras, dos três KPIs estabelecidos, dois possuíam dois eventos de verificação. Em outros seis casos, foram identificadas previsões de KPIs com apenas um evento de verificação, em relação às quais (a) um diz respeito ao último caso descrito no item anterior, sendo que, dos três KPIs determinados na escritura, apenas um só possui evento único de verificação; (b) dois possuem somente um KPI, determinando apenas um evento de verificação; e (c) três possuem dois KPIs, sendo determinado apenas um evento de verificação para cada, sendo que, em apenas uma dessas três emissões a data de aferição coincide para os dois KPIs determinados. Destaca-se, nesse sentido, a prevalência de escrituras com pelo menos dois eventos de verificação distintos, seja pela combinação ou considerando os casos em que apenas um KPI é determinado na emissão.

3.1.3 Limitações e mecanismos de contingência (backup).

A análise das escrituras de emissão dos SLBs revelou a existência de disposições contratuais determinando hipóteses que, caso materializadas, implicam em limitações dos indicadores, metas e objetivos de sustentabilidade estabelecidos nas escrituras. Além das limitações, foram identificadas previsões contratuais estabelecendo os respectivos mecanismos de contingência, com a finalidade de determinar potenciais soluções ou ações que serão tomadas pela emissora para a superação das limitações identificadas e implicações nos processos de verificação e acompanhamento. A Tabela 9, a seguir, traz uma síntese das previsões contratuais identificadas a partir da análise dos termos contratuais das escrituras.

Tabela 9 – Previsão de limitações e mecanismos de contingência das metas e objetivos de sustentabilidade

Emissora	Limitações aos KPI e SPTs	Mecanismos de contingência
Allonda Ambiental Participações S.A.	Satisfação dos Colaboradores	Mecanismo de contingência: será necessária a alteração da pesquisa base para outra que seja também reconhecida no mercado.
	Hipótese: desmobilização da pesquisa por parte da empresa proprietária da metodologia	Esta alteração exige comunicação prévia ao Agente Fiduciário e aprovação dos debenturistas
	Gestão de Resíduos	
	Hipótese 1: Mudanças na legislação de gestão de resíduos	Mecanismo de contingência 1: Adequação dos processos internos à nova legislação.
	Hipótese II: Pandemias que impossibilitem o deslocamento	Mecanismo de contingência 2: Garantir a rastreabilidade das informações de forma digital

Emissora	Limitações aos KPI e SPTs	Mecanismos de contingência
	<p>Hipótese III: Greve de caminhoneiros por tempo indeterminado que impossibilitem o traslado de resíduos.</p> <p>Hipótese IV: Caso não exista oferta para o serviço de reciclagem e/ou beneficiamento no mercado em que a obra está sendo implementada ou haja indisponibilidade de tecnologia compatível na localidade da execução de atividades da Allonda.</p>	<p>Mecanismo de contingência 3: Garantir o traslado dos resíduos por conta própria.</p> <p>Mecanismo de contingência 4: os resíduos diretamente relacionados à principal atividade da companhia (Resíduos de Construção Civil) não serão considerados no cálculo do KPI, de forma que não penalize a companhia no atingimento de sua meta.</p>
Bemol S.A.	<p>Transição e Reconhecimento como Negócio de Impacto Positivo</p> <p>A mensuração do KPI fica limitada a metodologia e avaliação para obtenção da certificação Sistema B. Adicionalmente, o presente escopo e meta consideram as condições de mercado, gestão e estrutura atuais da emissora.</p> <p>Hipótese 1: Mudanças legais e regulatórias que impeçam as condições de atendimento de um ou mais critérios e requisitos da certificação.</p> <p>Hipótese 2: Mudanças metodológicas nos requisitos e processos de certificação.</p>	<p>Mecanismo de contingência 1: O emissor deverá apresentar evidências e avaliação independente do cumprimento dos demais requisitos da certificação (exceto os impedidos por questões legais/regulatórias), demonstrando alinhamento ao escopo. O emissor deverá comunicar o Agente Fiduciário e deverá contar com a aprovação dos Debenturistas.</p> <p>Mecanismo de contingência 2: Adequação das práticas para atingimento dos requisitos da nova metodologia ou requisitos da certificação, garantindo a aderência aos novos critérios. Em casos significativos/extremos, o emissor comunicará a necessidade de uma delação de prazo ao Agente Fiduciário e deverá contar com a aprovação dos Debenturistas.</p>
Cálamo Distribuidora de Produtos de Beleza S.A.	<p>Energia Elétrica Renovável:</p> <p>(i) o consumo de fontes não renováveis que seja decorrente de problemas de abastecimento de energia, total ou parcial, oscilação de rede que inviabilize o bom funcionamento dos equipamentos dos sites; consumo necessário para manutenção e realização de testes obrigatórios de sistema alternativo de energia (geradores) ou eventos de força maior, ou que sejam consumidos pois a companhia não conseguiu ter acesso a fontes alternativas renováveis; e (ii) o impacto de qualquer alteração relevante em quaisquer leis, regulamentos, regras, diretrizes e políticas aplicáveis e/ou relacionadas às atividades desenvolvidas pela Companhia após a Data de Emissão.</p>	<p>Mecanismo de Contingência: as situações elencadas não serão consideradas, para fins de aferição do atendimento aos KPIs</p>
	<p>Resíduos Sólidos Reciclados:</p> <p>(i) questões legais, regulatórias ou de força maior; e (ii) o impacto de qualquer alteração relevante em quaisquer leis, regulamentos, regras, diretrizes e políticas aplicáveis e/ou relacionadas às atividades desenvolvidas pela Companhia após a Data de Emissão.</p>	<p>Mecanismo de Contingência: as situações elencadas não serão consideradas, para fins de aferição do atendimento aos KPIs</p>
Elea Digital Infraestrutura e	Índice de Uso Eficiente de Água	Mecanismo de Contingência: eventos como alienações ou mudanças na legislação, no

Emissora	Limitações aos KPI e SPTs	Mecanismos de contingência
Redes de Telecomunicações S.A.	1. Alienações de empresas integradas no cálculo do indicador. 2. Mudanças climáticas, como ondas de calor e excesso de temperaturas	ambiente regulatório, político e econômico podem impactar o cálculo dos KPIs e apuração das metas, de forma que pode ser necessário ajustar as metas e/ou as linhas de base. Caso isso ocorra, o evento será comunicado formalmente aos investidores, seguido por ajuste do framework e nova a verificação externa.
	Obtenção da Certificação Great Place to Work® 1. Fusões ou incorporações de empresas não integradas no cálculo do indicador. 2. Alienações de empresas integradas no cálculo do indicador.	Mecanismo de Contingência: eventos como fusões, aquisições, alienações ou mudanças na legislação, no ambiente regulatório, político e econômico podem impactar o cálculo dos KPIs e apuração das metas, de forma que pode ser necessário ajustar as metas e/ou as linhas de base. Caso isso ocorra, o evento será comunicado formalmente aos investidores, seguido por ajuste deste Framework e nova a verificação externa.
Energisa S.A.	Acesso à Energia Elétrica de Fontes Renováveis em Regiões Remotas Eventos como fusões, aquisições, alienações ou mudanças na legislação, no ambiente regulatório, político e econômico podem impactar o cálculo dos KPIs e apuração das metas, de forma que pode ser necessário ajustar as metas e/ou as linhas de base.	Mecanismo de Contingência: caso isso ocorra, será comunicado aos investidores formalmente, ajustado no framework e submetido à verificação externa.
	Aumento da Capacidade Instalada em Geração Distribuída Fotovoltaica Eventos como alienações ou mudanças na legislação, no ambiente regulatório, tributário, político e econômico podem impactar o cálculo dos KPIs e apuração das metas, de forma que pode ser necessário ajustar as metas e/ou as linhas de base.	Mecanismo de Contingência: caso isso ocorra, será comunicado aos investidores formalmente, ajustado no framework e submetido à auditoria externa.
Eurofarma Laboratórios S.A.	Resíduos (Medicamentos +Verdes) Complexidade na identificação de metodologia eficaz que garanta a descontaminação e superação dos desafios para a implementação de embalagens mais sustentáveis garantindo a performance de produtividade, margem e custos de transformação.	Não encontrada especificação de mecanismo de contingência na escritura
	Contratação de Mulheres (Força de Venda)	Não encontrada especificação de mecanismo de contingência na escritura
	Escassez de profissionais qualificados para as posições oferecidas.	Não encontrada especificação de mecanismo de contingência na escritura
	Contratação de Mulheres (Gestão da Força de Vendas) Escassez de profissionais qualificados para as posições oferecidas e eventuais impactos causados por ações de M&A, relevante	Não encontrada especificação de mecanismo de contingência na escritura

Emissora	Limitações aos KPI e SPTs	Mecanismos de contingência
Fleury S.A.	alteração no ambiente de negócios de modo que a força de vendas tenha que ser reduzida.	
	Gerenciamento de Resíduos	
	Hipótese 1: Quebra/furto das balanças de mensuração	Mecanismo de Contingência 1: mensuração em função do número de sacos gerados e peso médio até a aquisição das novas balanças
	Hipótese 2: Substituição das empresas de limpeza	Mecanismo de Contingência 2: treinamento das equipes contratadas nos procedimentos
	Hipótese 3: Pandemias/crises de saúde pública e/ou mudanças regulatórias – podem afetar os padrões de descarte e gerenciamento de resíduos, alterando a composição e o volume dos resíduos gerados, causando distorções no desempenho do indicador	Mecanismo de Contingência 3: Ação: avaliação dos impactos na meta e eventual necessidade de ajustes
Hipótese 4: Atraso na implantação ou não aprovação da linha de automação – pode afetar o desempenho do indicador em função da redução dos ganhos previstos	Mecanismo de Contingência 4: Ação: avaliação de medidas adicionais de redução, desde que validadas técnica e clinicamente	
Hipótese 5. Decisão de inclusão de novas marcas adquiridas ou não integradas no cálculo do indicador	Mecanismo de Contingência 5: Ação: ajustes na linha de base e eventualmente meta em função da mudança de escopo do indicador.	
	Acesso à Saúde para Pacientes das Classes Sociais C, D e E	
	Hipótese 1: Não atingimento de número de respostas ideal na pesquisa, impossibilitando extrapolar amostra.	Mecanismo de Contingência 1-A: ações de bonificação como vouchers, descontos, para engajar o usuário a preencher a pesquisa
	<p style="text-align: center;">Hipótese 2:</p> A regulamentação da telemedicina no Brasil é um evento que pode ser considerado extremo/excepcional. Atualmente, a telemedicina está autorizada no Brasil através de um decreto presidencial que foi sancionado por conta da pandemia. No entanto, caso este decreto seja revogado, limitando seu uso, isso pode afetar de maneira significativa tanto o escopo da meta (consultas de telemedicina via saúde iD ou via parceiros no marketplace) quanto a própria meta de 1 milhão de CPFs únicos nos próximos 5 anos.	Mecanismo de Contingência 1-B: direcionar time de <i>Customer Success</i> para realizar o contato ativo com o usuário (ex: ligação)
Raízen Energia S.A.	Obtenção da Certificação Bonsucro	Mecanismo de Contingência: o KPI inclui as Unidades Operacionais ativas no ano-base 2021, sendo que novas Unidades Operacionais adquiridas após 2021 não serão consideradas nesta métrica. Os eventos significativos, como qualquer aquisição, investimento ou outra transação ou evento semelhante (excluindo explicitamente investimentos <i>greenfield</i> para crescimento orgânico pela Fiadora) concluídos pela controladora ou suas subsidiárias que
	Hipótese: Novas unidades operacionais adquiridas e eventos significativos como aquisições, investimentos ou outras transações ou eventos semelhantes.	

Emissora	Limitações aos KPI e SPTs	Mecanismos de contingência
	<p>Mulheres em Posição de Liderança</p> <p>Hipótese: ocorrência de eventos como aquisições ou investimentos societários ou transações similares.</p>	<p>tenham um impacto no desempenho da meta não devem ser considerados neste KPI</p> <p>Mecanismo de Contingência: não serão considerados nessa métrica os impactos de desempenho oriundos de eventos tais como: aquisições societárias, investimentos societários ou outras transações similares. De toda forma, o crescimento orgânico do grupo será considerado para fins desta métrica</p>
Rumo Malha Paulista S.A.	Não encontrada especificação de potenciais hipóteses de limitações na escritura	Não encontrada especificação de mecanismo de contingência na escritura
	<p>Saúde Emocional</p> <p>Dentre os fatores que podem dificultar o atingimento do KPI pela Companhia estão os seguintes: (i) aumento do estigma sobre o tema provocado pela falta de diálogo com a sociedade ou a baixa oferta de profissionais preparados para acolhimento, diagnóstico e tratamento; (ii) alteração de políticas públicas atualmente existentes (Fundos da Infância e do Adolescente, Fundos do Idoso, Programa Nacional e atenção Oncológica - PRONON e da Acessibilidade - PRONAS) que dificultem o acesso de pessoas em situação de vulnerabilidade social ao diagnóstico e/ou tratamento da saúde mental ou que reduzam o nível de informação a respeito do tema; e (iii) fatores macroeconômicos desfavoráveis que resultem na perda de clientes e na criação de um contingente de pessoas em situação de vulnerabilidade social, dentre outros.</p>	Não encontrada especificação de mecanismo de contingência na escritura
Telefônica Brasil S.A.	Aquisição ou aquisição ou alienação de ativos (incluindo participações societárias) pela emissora e/ou por suas controladas, fusões ou incorporações envolvendo a emissora e/ou suas controladas ou mudanças no ambiente regulatório, político ou econômico em que a companhia e/ou suas controladas atuem.	Mecanismo de Contingência: A emissora poderá, a seu exclusivo critério, para fins da apuração do(s) SKPI(s) (1) desconsiderar o respectivo evento relevante e os eventuais impactos dele decorrentes; ou (2) (i) recalcular o valor na linha de base, de boa-fé, para refletir a simples atualização proporcional decorrente, estrita e exclusivamente, do respectivo evento relevante, e apresentar ao agente fiduciário relatório por ela preparado refletindo tal atualização e demonstrando que se trata apenas de adequação para refletir os efeitos do respectivo evento relevante
	Não encontrada especificação de potenciais hipóteses de limitações na escritura	Não encontrada especificação de mecanismo de contingência na escritura
TIM S.A.	(apesar de não determinar de forma expressa, faz referência à framework da companhia, a ser divulgado no campo relação com investidores no site da mesma, que em tese apresenta as limitações e calibrações)	(apesar de não determinar de forma expressa, faz referência à framework da companhia, a ser divulgado no campo relação com investidores no site da mesma, que em tese apresenta as limitações e calibrações)
Via Varejo S.A.	Energia Elétrica Renovável	Mecanismo de Contingência: não serão consideradas, para fins de verificação do

Emissora	Limitações aos KPI e SPTs	Mecanismos de contingência
	<p>Hipótese 1: o consumo de fontes não renováveis que seja decorrente de problemas de abastecimento de energia, total ou parcial, oscilação de rede que inviabilize o bom funcionamento dos equipamentos dos sites</p> <p>Hipótese 2: o consumo necessário para manutenção e realização de testes obrigatórios de sistema alternativo de energia (geradores) ou eventos de força maior, ou que sejam consumidos pois a Emissora não conseguiu ter acesso a fontes alternativas renováveis</p> <p>Hipótese 3: o impacto de qualquer alteração relevante em quaisquer leis, regulamentos, regras, diretrizes e políticas aplicáveis e/ou relacionadas às atividades desenvolvidas pela Emissora após a Data de Emissão</p>	<p>KPI, as situações determinadas nas hipóteses descritas.</p> <p>Ressalta-se que a meta de energia renovável será obtida primordialmente com ajustes comportamentais e operacionais da Emissora. No entanto, para cálculo do atingimento da meta a Emissora poderá de forma complementar, até um limite de 10% do valor total da meta utilizar-se de Certificados I-RECs.</p>
Votorantim Cimentos S.A.	Não encontrada especificação de potenciais hipóteses de limitações na escritura	Não encontrada especificação de mecanismo de contingência na escritura

Fonte: Elaboração própria com base nos dados das escrituras de emissão extraídas da base de dados da ANBIMA Data.

Em relação às hipóteses de tratamento contratual dos eventos limitadores da aferição das respectivas metas e objetivos de sustentabilidade, a análise das escrituras revelou três padrões contratuais distintos, que variam entre: (i) a inexistência de previsão contratual expressa estabelecendo os eventos limitadores dos KPIs e ensejadores de acionamento de mecanismos de contingência, sendo essa hipótese dividida em (i.a) casos que não apresentam sequer menção e (i.b) escrituras que referenciam documentos externos que, ao menos em tese, deveriam apresentar as limitações e mecanismos de contingência; (ii) previsões contratuais expressas de eventos limitadores, estruturados contratualmente com alto grau de abrangência e subjetividade (como, por exemplo, hipóteses relacionadas a impactos de “(...) qualquer alteração relevante em quaisquer leis, regulamentos, regras (...) aplicáveis e/ou relacionadas às atividades desenvolvidas pela Companhia”³¹) e (iii) previsões contratuais que estabelecem eventos de forma específica e com baixo grau de subjetividade, restringindo o acionamento do mecanismo de contingência a situações particulares e específicas (como, por exemplo, hipóteses de quebra ou furto de balanças de medição³²).

Em relação à indicação expressa dos eventos limitadores e com potencial de impactar a verificação e impor limitações aos KPIs e SPTs, das 14 escrituras de emissão avaliadas, três

³¹ Conforme identificado em trechos extraídos da emissão realizada pela Cálamo Distribuidora de Produtos de Beleza S.A.

³² Conforme identificado em trechos extraídos da emissão realizada pela Fleury S.A.

não fazem menção expressa a tais eventos limitadores. Dentre as três que não estabelecem de forma expressa, a emissão realizada pela TIM S.A. indica que tais eventos limitadores – bem como os respectivos mecanismos de contingência, tratados a seguir - estão previstos em “[...] Framework divulgado pela Companhia em seu site de relações com investidores”. Não há, contudo, quaisquer indicações em relação à data de sua publicação ou os responsáveis pela sua elaboração, de forma que a leitura dos termos da escritura não permite estabelecer de forma precisa a qual documento se refere ou compreender quais são as limitações e mecanismos de contingência aplicáveis à escritura, bem como os seu respectivo mecanismo de implementação.

Quanto aos mecanismos de contingência, conforme elencados na Tabela 9, das 14 escrituras de emissão avaliadas, nos três casos que não foram identificados apontamentos expressos de potenciais limitadores aos KPIs, conseqüentemente, também não foram identificadas previsões contratuais tratando de mecanismos de contingência – com a particularidade referente à emissão realizada pela TIM S.A., conforme elencada no parágrafo anterior. Em relação às 11 escrituras que contém previsões sobre os eventos potencialmente limitadores dos KPIs, duas não contém previsão expressa acerca dos mecanismos e procedimentos de contingência correspondentes. Desta forma, das 14 escrituras de emissão avaliadas, nove contém tanto a previsão específica dos eventos limitadores dos KPIs quando de seus respectivos mecanismos de contingência.

Considerando as escrituras que possuem a definição expressa acerca dos eventos limitadores e dos mecanismos de contingência correspondentes, a Tabela 10, abaixo, sintetiza as diferentes dinâmicas identificadas pela análise das escrituras de emissão em relação à sua implementação.

Tabela 10 – Variações nas dinâmicas dos mecanismos de contingência das emissões

Dinâmica do mecanismo de contingência	Descrição
Desconsideração da parcela dos KPIs afetada por um determinado evento	Caso ocorra um evento que necessite de acionamento do mecanismo de contingência, os KPIs serão calculados considerando os efeitos do evento na métrica (ex. desconsiderando efeitos, positivos ou negativos, de operações societárias realizadas). Nestes casos, não há menção expressa à necessidade de comunicação prévia do fato ao agente fiduciário ou autorização por parte dos debenturistas. Em apenas uma emissão identificada ³³ com esse mecanismo há a previsão de envio de

³³ Conforme identificado na emissão realizada pela Telefônica Brasil S.A. Entretanto, vale destacar que ainda assim não existe qualquer previsão contratual demandando autorização por parte de debenturistas ou do agente fiduciário, sendo tais adaptações automáticas e devendo os seus atos correspondentes serem implementados diretamente pelo agente fiduciário, conforme seja necessário.

Dinâmica do mecanismo de contingência	Descrição
	relatório preparado pela emissora ao agente fiduciário demonstrando que se trata de adequação para refletir os efeitos do evento limitador, cuja implementação permanece independente de aprovação pelos debenturistas.
Implementação de ações para superação e ajustes dos KPIs	Caso ocorra um evento que necessite de acionamento do mecanismo de contingência, ações corretivas são tomadas para a superação do evento limitador. Podem ser feitas avaliações sobre a necessidade de promover alterações aos KPIs, caso as ações e procedimentos não sejam suficientes para superar a limitação. Nos casos avaliados não foram destacados os passos necessários para tal revisão, inclusive em relação às eventuais comunicações ao agente fiduciário ou autorização por parte dos debenturistas.
Comunicação formal, ajustes no <i>framework</i> e submissão aos revisores externos	Caso ocorra um evento que necessite de acionamento do mecanismo de contingência, o emissor deve comunicar aos debenturistas, realizar os devidos ajustes no “framework” e submeter o documento à verificação externa. Nos casos com este mecanismo, não foram identificadas menções especificando sobre qual framework a escritura se refere, considerando que nenhum foi incluído no âmbito da escritura ou referenciado de forma específica.
Comunicação Prévia e Autorização dos Debenturistas	Caso ocorra um evento que necessite de acionamento do mecanismo de contingência, o emissor deverá notificar previamente o agente fiduciário e obter autorização expressa por parte dos debenturistas para realizar as alterações que sejam eventualmente necessárias

Fonte: Elaboração própria.

Para além da sua dinâmica, outro ponto identificado nas escrituras analisadas diz respeito ao tratamento contratual para os casos em que os mecanismos de contingência precisem ser, de fato, implementados, em relação à necessidade de (i) comunicação aos agentes fiduciários – na qualidade de representantes dos debenturistas - acerca de eventos que ensejem o acionamento dos mecanismos de contingência e (ii) aprovação expressa por parte dos debenturistas, para que sejam determinadas as eventuais alterações necessárias aos KPIs e ajustes dos SPTs.

Nesse sentido, das 14 escrituras analisadas, apenas cinco contém disposição contratual expressa tratando dos itens destacados acima, sendo que (a) em duas há previsão expressa acerca da necessidade de comunicar previamente aos agentes fiduciários e obter a aprovação expressa por parte dos debenturistas para implementação do mecanismo de contingência (sendo que em uma dessas duas, a necessidade de aprovação prévia só é estabelecida para um dos dois KPIs da emissão); (b) em outras duas há previsão estabelecendo a necessidade de comunicação prévia aos debenturistas, seguida da alteração do framework e subsequente encaminhamento para revisão externa por um terceiro independente, sem mencionar a necessidade de aprovação por parte dos debenturistas e (c) em uma, após a implementação do mecanismo de contingência, a emissora deve apresentar ao agente fiduciário relatório por ela preparado refletindo tal atualização e demonstrando que se trata apenas de adequação para refletir os efeitos do respectivo evento relevante.

Em relação às outras nove escrituras avaliadas, não foram identificadas cláusulas expressas determinando a necessidade de comunicação prévia aos agentes fiduciários ou de aprovação por parte dos debenturistas – sendo que, destas nove, três dizem respeito a escrituras em que não foram identificados de forma expressa as limitações e mecanismos de contingência propriamente ditos. Nesse contexto, em aproximadamente 64% das escrituras avaliadas não foi identificada previsão expressa estabelecendo a necessidade de aprovação prévia pelos debenturistas para a implementação dos mecanismos de contingência previstos nas escrituras de emissão.

3.1.4 Análise exploratória dos direitos e obrigações identificados à luz dos SLBPs e implicações contratuais sob a perspectiva das partes contratantes.

a. Definições contratuais de KPIs, SPTs, limitações e mecanismos de contingência

A análise das previsões contratuais que definem e detalham as metas e objetivos de sustentabilidade revela potenciais desalinhamentos entre os termos de certas escrituras de emissão e as recomendações dos *Sustainability-Linked Bond Principles* (SLBPs). Esses desalinhamentos estão relacionados principalmente a deficiências na disponibilização de informações que possibilitem análises informadas, especialmente no que tange a (i) adequação dos KPIs selecionados (como, por exemplo, sua materialidade para o negócio e sua comparabilidade com critérios externos); (ii) nível de ambição dos SPTs definidos na emissão, cujas bases estão amplamente atreladas ao estabelecimento e divulgação das linhas de base; e (iii) definição de limitações aos KPIs e SPTs, bem como dos respectivos mecanismos de contingência, essenciais para a avaliação da alocação de riscos pelos investidores em relação a eventos que possam impactar diretamente as metas e os objetivos de sustentabilidade da emissão..

Conforme observado, em 50% das escrituras de emissão analisadas não foram identificadas previsões acerca da linha de base dos respectivos KPIs. Conforme os SLBPs, o estabelecimento das linhas de base é um dos fatores essenciais para que seja possível avaliar o nível de adequação e ambição dos KPIs e SPTs (ICMA, 2024b). Os SLBPs recomendam que a inclusão da análise do desempenho histórico do emissor, com (i) pelo menos três anos de histórico de medição (quanto possível), (ii) a comparação com pares do setor ou padrões da

indústria e (iii) referência a cenários baseados em evidências científicas, níveis absolutos ou metas oficiais internacionais (ICMA, 2024b). A ausência de uma linha de base clara impossibilita que os investidores avaliem a melhoria proposta pelo atingimento dos SPTs em relação à condição atual da companhia, comprometendo a transparência da escritura de emissão quanto ao ponto de partida do emissor em relação às metas e objetivos de sustentabilidade.

Essas informações, além de constarem na escritura, podem ser disponibilizadas em relatórios elaborados por verificadores independentes contratados na pré-emissão, com o intuito de avaliar a adequação da emissão aos SLBPs. O compartilhamento de documentação e a atestação de que as companhias emissoras selecionaram objetivos e metas de sustentabilidade ambiciosos é definido como ponto essencial para o impulsionamento e desenvolvimento do mercado de SLBs (ICMA, 2024b). Por outro lado, a proliferação de casos em que os objetivos e metas de sustentabilidade tenham sido estabelecidos com baixo nível de ambição, bem como a ausência de transparência acerca da trajetória histórica dos emissores em relação aos objetivos, pode levantar questionamentos e afetar negativamente o desenvolvimento deste mercado (ICMA, 2024b).

Observa-se, contudo, a ausência, na ampla maioria das escrituras, de previsões contratuais específicas mencionando eventuais opiniões de segunda parte (*second party opinions*) que tenham sido contratadas e produzidas no contexto da pré-emissão para avaliação das metas e objetivos de sustentabilidade. Para além da emissão realizada pela Telefônica Brasil S.A., quando existentes nas demais escrituras, as referências à contratação de opiniões de segunda parte são genéricas, apenas indicando que a emissora contratará o serviço de verificação pós-emissão, para atestar o alinhamento da emissão aos SLBPs. Ainda assim, em tais casos, não são estabelecidas contratualmente (i) penalidades pelo descumprimento dessa obrigação, (ii) procedimentos aplicáveis à sua contratação e o desenvolvimento dos trabalhos do verificador externo ou (iii) previsão de obrigatoriedade de incorporação dos termos da verificação na escritura. Sendo assim, na prática, não há quaisquer consequências contratuais para o emissor caso venha a descumprir essa previsão ou caso seja determinado que a respectiva escritura não está alinhada aos SLBPs.

Em contextos marcados pela ausência de informações suficientes para que os investidores possam fazer análises informadas, abre-se espaço para o estabelecimento de metas e objetivos de sustentabilidade pouco ambiciosos, que não representem de fato uma melhora significativa de seus padrões de sustentabilidade, mas tão somente a execução de

suas atividades sociais de forma ordinária (*business as usual*) (ICMA, 2024b). Sendo assim, quando verificadas hipóteses nesse sentido, repercussões negativas podem prejudicar o desenvolvimento do mercado dos SLBs, bem como potencialmente resultar em questionamentos e eventuais litígios acerca da boa-fé do emissor no estabelecimento do regramento contratual das escrituras e divulgação de informações que afetam a sua estrutura.

Como fator de potencial agravamento do cenário de desalinhamento identificado, é notável o estabelecimento de KPIs e SPTs diretamente relacionados à área de atuação das companhias emissoras no âmbito das escrituras de emissão avaliadas. Conforme determinado nos SLBPs, deve-se ter cautela para que estes não sejam estabelecidos de acordo com os planos ordinários da companhia emissora, de forma que seriam perseguidos pela companhia com ou sem a emissão dos SLBs, por se tratar de meta ou objetivo representativo das atividades ordinárias performadas pela mesma (ICMA, 2024b). Apesar de não apresentarem, necessariamente, um descasamento em relação aos SLBPs, as recomendações previstas orientam a evitar esta prática ou – quando adotada – que seja justificada a escolha aos investidores e ao mercado, determinando a materialidade das metas e objetivos de sustentabilidade selecionados (ICMA, 2024b), o que não foi verificado como prática nas escrituras de emissão avaliadas.

Um segundo fator de agravamento dos desalinhamentos identificados em relação aos SLBPs deriva dos casos em que não foram identificados apontamentos expressos de potenciais fatores limitantes aos KPIs e, conseqüentemente, dos seus respectivos mecanismos de contingência. Mesmo em escrituras que contém previsões sobre os eventos potencialmente limitadores aos KPIs, foram identificados casos em que não foram previstos mecanismos e procedimentos de contingência correspondentes. Há, nesses casos, desalinhamento em relação aos SLBPs, considerando a recomendação expressa acerca da relevância de estabelecimento dos eventos com potencial de impactar a aferição e atingimento dos KPIs e SPTs, bem como dos mecanismos de contingência e procedimentos em caso da necessidade de sua utilização (ICMA, 2024b).

A ausência de previsão contratual das limitações aos KPIs e SPTs nas escrituras de emissão pode gerar cenários de incerteza tanto para a companhia emissora quanto para os investidores e demais agentes envolvidos na emissão. Como exemplo, pode-se projetar um cenário em que haja a incorporação de empresas de grupos distintos pela companhia emissora, sem que seja determinado na escritura o tratamento dos efeitos da operação para fins dos KPIs e SPTs estabelecidos. A concretização de eventos dessa natureza pode afetar os índices e

impactar a verificação dos objetivos e metas de sustentabilidade estabelecidos considerando a condição original da companhia incorporadora ou incorporada como, por exemplo, determinando variações em relação à composição do seu corpo de trabalhadores, ao nível do uso de energia renovável em seus estabelecimentos e a composição de suas plantas de produção, dentre outros.

Para além de elencar os mecanismos de contingência, os SLBPs estabelecem a necessidade de que os mecanismos sejam explicados, incluindo previsões na escritura em relação à consideração dos eventos excepcionais ou extremos, como mudanças drásticas nos ambientes técnicos e regulatórios que podem substancialmente impactar o cálculo do KPI, o reestabelecimento dos SPTs ou ajustes *proforma* nas linhas de base ou escopos (ICMA, 2024b). Tais recomendações visam evitar a materialização de situações que ensejem a necessidade de as partes contratantes negociarem ou exercerem seus direitos e obrigações sem que existam parâmetros específicos pré-estabelecidos, através do estabelecimento, no âmbito das escrituras, de um nível informacional adequado em relação aos principais fatores que podem impactar as metas e objetivos de sustentabilidade – seja em sua concepção ou em sua solidez ao longo da vigência do título.

Quanto ao aspecto informacional, vale destacar que, no âmbito das emissões analisadas, as informações acerca dos KPIs, SPTs, fatores limitantes e mecanismos de contingência (quando existentes) foram incluídas em anexo específico dos títulos. Os anexos analisados não seguem um padrão e apresentam alto grau de variação em relação às informações disponibilizadas. De forma prevalente nos casos analisados, as informações incluídas são insuficientes para que os investidores possam verificar a materialidade dos KPIs e o nível de ambição dos SPTs, bem como outras informações relevantes acerca da adequação dos títulos aos SLBPs e eventual vinculação a outros padrões internacionais (como, por exemplo, a eventual correlação dos KPIs e SPTs selecionados com taxonomias ou índices específicos).

Com base nesse contexto, nota-se que – em grande medida – trata-se de um problema informacional, cujo impacto é a falta de transparência em relação aos KPIs e SPTs estabelecidos, inclusive no que diz respeito às suas respectivas linhas de base e mecanismos de *contingência* correspondentes. Sendo assim, enquanto potencial solução de mitigação aos problemas do contexto identificado, para além da recomendação de contratação e ampla divulgação dos resultados da revisão externa pré-emissão conforme previsto nos SLBPs – mostra-se recomendável a incorporação e uso do modelo de formulário informacional

elaborado pela ICMA – o *Sustainability-Linked Bond information template*³⁴ (conforme elencado no Anexo A desta pesquisa). O modelo contém campos resumindo as principais informações dos SLBs, sendo que o seu preenchimento permite a verificação precisa pelos investidores de informações relacionadas às principais características do título e ao seu alinhamento com os componentes centrais dos SLBPs. Considerando que o modelo reúne todas as informações consideradas essenciais no âmbito dos SLBPs, entende-se como benéfica a substituição dos anexos atualmente utilizados nas escrituras, marcados majoritariamente pela apresentação de informações genéricas, incompletas e não padronizadas, pelo formulário mencionado.

b. Dinâmicas e procedimentos de implementação dos mecanismos de contingência.

Conforme esclarece a ICMA (2024a), os KPI(s) e SPT(s) serão fixados nos termos e condições legais de uma SLB no momento da emissão. Portanto, na medida em que houver qualquer margem de discricionariedade sobre como um KPI é calculado ou a possibilidade de um emissor alterar um SPT antes do vencimento, isso deve ser explicitamente previsto na documentação legal (ICMA, 2024a; 2024b). Tendo estas recomendações em vista, a análise combinada das disposições contratuais estabelecidas nas escrituras acerca (i) dos fatores de limitação dos KPIs e SPTs, (ii) dos mecanismos de contingência correspondentes e (iii) da dinâmica de acionamento dos mecanismos e determinação de seus efeitos, denota desalinhamentos em relação às recomendações da ICMA e implicações contratuais relevantes sob o ponto de vista dos direitos e obrigações das partes.

Para contextualizar os cenários em que os desalinhamentos e as implicações verificadas emergem, destacam-se escrituras estruturadas com dinâmicas do mecanismo de contingência através da (a) desconsideração da parcela dos KPIs afetadas por um determinado evento ou (b) implementação de ações para superação, considerando hipóteses em que seja necessário ajustar os KPIs e SPTs determinados na escritura. Conforme destacado na Tabela 9, os procedimentos previstos em escrituras com estes mecanismos de contingência não preveem dentre as condições para implementação de seus efeitos (i) a necessidade de comunicação aos agentes fiduciários ou autorização prévia das medidas por parte dos

³⁴Disponível em: <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/sustainability-linked-bond-principles-slbp/>. Acesso em 10/04/2024.

debenturistas, bem como (ii) a contratação de opiniões de segunda parte, conforme recomenda a ICMA (2024a).

A condição contratual para o acionamento de mecanismos de contingência, de forma geral, é a materialização dos fatores limitantes estabelecidos no âmbito das escrituras. Esses, conforme verificado pela análise das escrituras, apresentaram variações relevantes quanto ao seu grau de subjetividade e, portanto, podem ensejar alto grau de discricionariedade às companhias emissoras na determinação de sua materialização. Após determinada a materialização de um fator limitante, o respectivo mecanismo de contingência é acionado e são implementadas as ações e procedimentos previstos de acordo com a sua dinâmica estabelecida contratualmente. Conforme determinam os mecanismos analisados no presente capítulo, essa dinâmica pode envolver a implementação de atividades para superação do fator limitante e eventual alteração dos KPIs e SPTs, ou a desconsideração dos impactos dos fatores limitantes materializados.

Ao correlacionar os fatores limitantes e os mecanismos de contingência elencados, e considerando a ausência de previsão estabelecendo a necessidade de obtenção de autorização prévia por parte dos debenturistas nesses mecanismos, desenha-se um cenário em que a companhia emissora é a detentora tanto da prerrogativa de declarar a materialização de um fator limitante potencialmente subjetivo, do qual somente ela detém as informações específicas, quanto de implementar as ações determinadas no mecanismo de contingência correspondente. Do ponto de vista do debenturista, há potenciais impactos negativos relevantes em seus direitos no âmbito da escritura, podendo inclusive ser verificada a redução da remuneração que lhe é devida, considerando que certos mecanismos de contingência impõem efeitos diretos no aferimento de atingimento das metas e objetivos de sustentabilidade na estrutura de remuneração dos títulos, conforme discutidos em maiores detalhes no Capítulo 3.3.

Em síntese, a exposição contratual dos investidores neste cenário deriva da combinação entre o grau de autonomia da companhia emissora para decretar a materialização de um evento limitador sem necessidade de comunicação ou aprovação prévia por parte do investidor e da subjetividade com que são definidos os fatores limitantes da escritura. Nesse sentido, conforme se extrai de outros modelos verificados na análise, potenciais previsões contratuais que visem mitigar contratualmente estes riscos podem ser estabelecidas no contrato de forma que (i) reduzam o grau de autonomia da companhia emissora para decretar a materialização de fatores limitantes e implementar o mecanismo de contingência, e (ii)

estabeleçam os fatores limitantes e as consequências da utilização dos mecanismos de contingência com maior grau de objetividade e previsibilidade.

Considerando a realidade observada, bem como a dinâmica proposta para o mecanismo, nota-se diferença relevante entre os fatores de mitigação do grau de autonomia da companhia emissora em mecanismos que prevejam a necessidade de ajustes dos KPIs e SPTs, e mecanismos cuja implementação se dá através da desconsideração da parcela dos KPIs afetada por um determinado evento. Isso porque, no primeiro caso, apesar de não estar prevista a aprovação prévia dos debenturistas para a sua implementação, esta necessidade decorre de previsão normativa aplicável às debêntures no contexto nacional determinando que alterações nas condições das escrituras de debêntures (nesse caso, a alteração dos KPIs e SPTs via aditamento da escritura) dependem de deliberação dos debenturistas em assembleia³⁵.

Por outro lado, o mecanismo que prevê a desconsideração da parcela dos KPIs afetada por um determinado evento limitador não se submete à mesma restrição normativa, tendo em vista que a implementação do mecanismo de *contingência* não demanda alterações no âmbito da escritura. A sua implementação ocorre e interfere no momento do cálculo de aferimento das respectivas metas e objetivos de sustentabilidade, não sendo necessário alterar os respectivos KPIs ou SPTs estabelecidos. Sendo assim, os dois mecanismos analisados encontram graus de mitigação diversos em relação à autonomia da companhia emissora para sua implementação no âmbito da legislação nacional. Ainda assim, mesmo que o primeiro mecanismo encontre mitigação parcial decorrente de lei, ressalta-se o desalinhamento de ambos em relação às recomendações gerais da ICMA (2024a; 2024b) em relação aos SLBPs.

De forma geral, considerando os fatores de riscos identificados aos direitos das partes contratantes, e considerando as melhores prática identificadas nas escrituras analisadas, ressalta-se como fatores de mitigação a inclusão de termos contratuais prevendo (i) a confirmação independente de um revisor externo de que os ajustes propostos em caso de acionamento dos mecanismos de contingência são consistentes com o nível inicial de ambição dos SPTs; (ii) a adoção e divulgação, por parte da emissora, de uma política de recálculo e a inclusão de forma adequada nos termos e condições dos títulos; (iii) a definição objetiva dos fatores limitantes que ensejam o acionamento do mecanismo de contingência e (iv) a inclusão de explicações claras acerca de qualquer mecanismo de contingência, caso os KPIs e SPTs

³⁵ Lei 6.404/1976: Art. 71. [...] § 5º A escritura de emissão estabelecerá a maioria necessária, que não será inferior à metade das debêntures em circulação, para aprovar modificação nas condições das debêntures.

não possam ser calculados ou observados de forma satisfatória (ICMA, 2024a). No tocante à revisão externa, como uma opinião de segunda parte atualizada, recomenda-se que o seu escopo envolva, entre outros aspectos, a verificação de que as mudanças não tornariam os SPTs menos ambiciosos do que os originalmente estabelecidos, que a SLB continua alinhada com os princípios das SLBP, que há consistência com a estratégia de sustentabilidade do emissor, que não há impacto material na opinião de segunda parte original e/ou que as alterações nas políticas de cálculo estão alinhadas com metodologias reconhecidas por órgãos ou entidades com amplo reconhecimento técnico (ICMA, 2024a). Vale destacar, entretanto, que nenhuma das escrituras avaliadas na presente pesquisa atende aos requisitos de forma integral.

3.2 Acompanhamento e verificação: dinâmicas de transparência e aferição do progresso das metas e objetivos de sustentabilidade.

Considerado como um dos componentes centrais dos SLBPs, a análise das escrituras de emissão que integram o presente estudo revelou tendências e particularidades contratuais relevantes em relação às dinâmicas e mecanismos de verificação do progresso das metas e objetivos de sustentabilidade. Os capítulos a seguir apresentam as previsões contratuais identificadas em relação (i) aos métodos de aferição das metas e objetivos de sustentabilidade e seleção de verificadores externos; e (ii) à alocação de responsabilidades e obrigações específicas aos agentes fiduciários no contexto do acompanhamento da aferição das metas e objetivos de sustentabilidade.

3.2.1 Métodos de aferição das metas e objetivos de sustentabilidade e seleção de verificadores externos.

A Tabela 11, a seguir, apresenta as previsões contratuais identificadas acerca (i) dos métodos de aferição das metas e objetivos de sustentabilidade, bem como (ii) da dinâmica e dos critérios para definição dos verificadores externos, conforme as previsões contratuais extraídas das escrituras de emissão dos SLBs analisados.

Tabela 11 – Métodos de aferição das metas e objetivos de sustentabilidade e indicação de verificadores externos

Emissora	Método de aferição das metas e objetivos de sustentabilidade	Indicação do Verificador Externo
Allonda Ambiental Participações S.A.	Relatório de Verificação Externa	SITAWI Finanças do Bem (ou outro terceiro que venha a substituir, por meio de aprovação na assembleia geral de debenturistas, excetuada a necessidade de aprovação caso seja a Bureau Veritas S.A; PriceWaterhouseCoopers; KPMG Auditores Independentes; Ernst & Young Terco Auditores Independentes S/S ou Deloitte Touche Tomatsu Auditores Independentes)
Bemol S.A.	Relatório do Verificador Externo	Menção Genérica (empresa independente e especializada, apontada pela Emissora)
Cálamo Distribuidora de Produtos de Beleza S.A.	Relatório do Avaliador Externo	Menção Genérica (empresa independente e especializada, apontada pela Emissora)
Elea Digital Infraestrutura e Redes de Telecomunicações S.A.	Relatório do Verificador Externo (neste caso, o relatório é elaborado anualmente pela Emissora e somente confirmado pelo Verificador Externo)	Menção Genérica (empresa independente e especializada, apontada pela Emissora)
Energisa S.A.	Relatório do Verificador Externo (neste caso, o relatório é elaborado anualmente pela Emissora e somente confirmado pelo Verificador Externo)	Menção Genérica (empresa independente e especializada, apontada pela Emissora)
Eurofarma Laboratórios S.A.	Relatório do Verificador Externo	Menção Genérica (empresa independente e especializada, apontada pela Emissora)
Fleury S.A.	Relatório do Verificador Externo	Menção Genérica (empresa independente e especializada, apontada pela Emissora)
Raízen Energia S.A.	Relatório do Avaliador Externo	Menção Genérica (empresa independente e especializada, apontada pela Emissora)
Rumo Malha Paulista S.A.	Relatório do Avaliador Externo	Menção Genérica (empresa independente e especializada, apontada pela Emissora)
Sul América S.A.	Relatório do Avaliador Externo	Menção Genérica (empresa independente e especializada, apontada pela Emissora)
Telefônica Brasil S.A.	Relatório do Avaliador Externo (o relatório deverá se basear em framework elaborado pela Emissora e em parecer de verificação (<i>second party opinion</i>) elaborado pela Emissora, emitidos em junho de 2022 e disponíveis nos canais de divulgação habituais da emissora)	Menção Genérica (empresa independente e especializada, apontada pela Emissora)
TIM S.A.	Relatório Anual ESG (relatório a ser divulgado anualmente pela Companhia, no qual conste o seu desempenho em relação as metas de desenvolvimentos sustentável	Menção Genérica (empresa independente e especializada, apontada pela Emissora)

Emissora	Método de aferição das metas e objetivos de sustentabilidade	Indicação do Verificador Externo
	conforme mensuradas pelos ICDS e verificados pelo Verificador Externo)	
Via Varejo S.A.	Relatório do Avaliador Externo	Menção Genérica (empresa independente e especializada, apontada pela Emissora)
	Relatório Integrado Anual (relatório anual emitido pela Emissora e auditado por Auditor de Sustentabilidade do Relatório Integrado, no qual devem constar informações que possibilitem a avaliação do progresso dos KPIs)	Auditor de Sustentabilidade do Relatório Integrado (significa a PricewaterhouseCoopers, KPMG, Ernst & Young, BVQI, ou quaisquer outros auditores independentes globalmente reconhecidos como capacitados para avaliação de matérias relativas a Environmental Sustainability and Governance ESG, indicados pela Emissora para auditar anualmente o Relatório Integrado Anual)
Votorantim Cimentos S.A.	Relatório Final de Cumprimento de KPIs (relatório a ser elaborado pelo Auditor dos KPIs com base nos Relatórios Integrados Anuais para fins de confirmação do cumprimento dos KPIs quando da realização de Amortização Extraordinária Facultativa ou Resgate Antecipado Facultativo Total)	Auditor dos KPIs (significa o auditor contratado pela Emissora para: (i) a emissão do Relatório Inicial do Auditor dos KPIs; e (ii) a emissão do Relatório Final de Cumprimento de KPIs. O Auditor dos KPIs atualmente contratado pela Emissora para emissão do Relatório Inicial do Auditor dos KPIs é a BVQI)

Fonte: Elaboração própria com base nos dados das escrituras de emissão extraídas da base de dados da ANBIMA Data.

Verificou-se, a partir da análise das escrituras, a predominância dos relatórios elaborados por verificadores externos como sendo o documento pelo qual serão determinadas as conclusões sobre a performance da companhia em relação às metas e objetivos de sustentabilidade. Foram identificados quatro padrões distintos de disposição contratual quanto aos métodos de verificação determinados nas 14 escrituras avaliadas.

Dez das escrituras avaliadas contém previsão estabelecendo que o relatório será diretamente elaborado pelo verificador externo, sendo que em apenas um destes casos é mencionado de forma expressa e específica, como parâmetros, o framework elaborado pela emissora e parecer de verificação no contexto pré-emissão. Das quatro escrituras restantes, (i) estabelecem que o relatório será elaborado diretamente pela companhia emissora, devendo ser posteriormente analisado pelo avaliador externo; (ii) uma prevê o acompanhamento por relatório anual publicado pela emissora, contendo os dados de desempenho verificados por verificador externo e (iii) uma determina a emissão de relatórios integrados anuais, emitidos pela companhia emissora e revisados por um auditor específico e, caso realizada a amortização extraordinária facultativa ou resgate antecipado facultativo total, então outro

auditor específico deverá produzir o relatório final de cumprimento das metas e objetivos de sustentabilidade.

No que diz respeito à dinâmica para definição dos verificadores externos, a estrutura predominante nas escrituras determina como prerrogativa exclusiva da companhia emissora a sua seleção, sem previsão ou possibilidade de participação dos debenturistas. A necessidade de aprovação pelos debenturistas em assembleia foi prevista apenas no âmbito da emissão realizada pela Allonda Ambiental Participações S.A., na hipótese específica de ser verificada a necessidade de substituição do verificador externo por outro que não os já pré-autorizados na escritura. Nesse sentido, é relevante destacar que apenas duas das 14 escrituras analisadas apresentaram estruturação diversa, pela indicação expressa dos verificadores externos no corpo da escritura. Ressalvada essas hipóteses específicas, a previsão contratual geral estabelecida nas escrituras de emissão analisadas determina o apontamento do verificador externo como sendo de prerrogativa exclusiva da companhia emissora, a ser definida em momento posterior à emissão.

Já em relação aos critérios balizadores da seleção dos verificadores externos, o padrão identificado nas escrituras avaliadas é o estabelecimento de que as entidades selecionadas deverão ser especializadas e independentes. Vale destacar, entretanto, que não foram identificadas especificações em relação ao entendimento acerca da definição do que seja representativo dos dois critérios elencados, conforme determinados nas escrituras. De forma semelhante, não foram identificadas previsões contratuais estabelecendo os processos e procedimentos de condução dos trabalhos de aferição das metas e objetivos de sustentabilidade, bem como a vinculação a eventuais padrões, estatutos, regulações ou princípios a que devam estar vinculados os revisores externos na execução dos serviços contratados.

Nesse contexto, a análise evidencia variações significativas em dois aspectos principais: o processo de seleção dos verificadores externos e a atribuição de responsabilidades na elaboração e validação dos relatórios. Apesar de a verificação externa ser uma prática comum, as diferenças no detalhamento dos procedimentos e na participação dos debenturistas no processo de seleção dos verificadores ressaltam a variedade de tratamentos contratuais das escrituras ao estipularem o seu regramento.

3.2.2 Agentes fiduciários: comunicação, análise, reporte e revisão.

Conforme identificado por meio da análise das escrituras, após a conclusão do processo de elaboração dos relatórios de acompanhamento, os SLBs analisados conferem ao agente fiduciário, na qualidade de representante dos debenturistas, diferentes níveis de responsabilidades e obrigações expressas³⁶ e diretamente relacionadas às metas e objetivos de sustentabilidade. A partir da análise dos termos contratuais das escrituras de emissão, foram identificados sete modelos distintos de regramento contratual acerca do tema. Em síntese, os modelos identificados podem ser sumarizados conforme Tabela 12, a seguir.

Tabela 12 – Síntese dos modelos de previsões contratuais estabelecendo obrigações aos agentes fiduciários

Modelo	Responsabilidades Atribuídas ao Agente Fiduciário
Modelo 1	Atribui ao agente fiduciário, exclusivamente e de forma genérica, a obrigação de comunicar a manutenção ou alteração da sobretaxa de remuneração do título, com base em informações fornecidas pela companhia emissora (seja com base em relatório elaborado por ela própria e revisado por verificador externo, ou com base diretamente em relatório de verificador externo).
Modelo 2	Atribui ao agente fiduciário a responsabilidade de (i) acompanhar diretamente o cumprimento das metas e objetivos de sustentabilidade, utilizando os relatórios de acompanhamento como base para essa verificação e (ii) garantir a entrega tempestiva dos relatórios pela emissora. No entanto, sua responsabilidade é limitada de forma expressa, isentando o agente fiduciário da obrigação de avaliar a suficiência, validade, veracidade ou completude das informações contidas nos relatórios, cabendo apenas o acompanhamento formal das informações.
Modelo 3	Atribui ao agente fiduciário a responsabilidade de (i) comunicar a manutenção ou alteração da sobretaxa, (ii) incluir as informações sobre o cumprimento das metas de sustentabilidade no relatório anual destinado aos debenturistas; (iii) requerer esclarecimentos ou documentos adicionais, sempre que os debenturistas julgarem necessário, em caso de dúvidas sobre a caracterização das debêntures como sustainability-linked e (iv) compartilhar os pareceres e relatórios emitidos por verificadores externos.
Modelo 4	Atribui ao agente fiduciário a responsabilidade de (i) verificar eventuais discrepâncias entre o formulário de acompanhamento específico, pré-definido como anexo à escritura, e as informações dos relatórios de acompanhamento produzidos pela emissora; e (ii) comunicar à emissora quaisquer inconformidades, que deverão ser corrigidas dentro de prazos estipulados.
Modelo 5	Confere aos debenturistas a prerrogativa de avaliar os relatórios e levantar questionamentos diretamente à emissora, atribuindo ao agente fiduciário a

³⁶ Vale destacar que, conforme tratado mais adiante no capítulo de análise exploratória, diversas obrigações normativas e até mesmo previsões sobre as obrigações gerais de agentes fiduciários no âmbito das escrituras pode ser interpretada como sendo extensível aos direitos e obrigações relacionados às metas e objetivos de sustentabilidade determinados nas emissões. Considerando que o objetivo do presente estudo é avaliar os direitos e obrigações que estejam direta e expressamente relacionados às metas e objetivos de sustentabilidade, as obrigações que não incluíssem de forma expressa essa vinculação não foram tratadas. Ainda assim, é relevante destacar o fato de que diversas obrigações genéricas determinadas aos agentes fiduciários nas escrituras podem, mediante interpretação, serem extensíveis aos direitos e obrigações vinculados às metas e objetivos de sustentabilidade, constituindo objeto relevante de análise para futuros estudos.

Modelo	Responsabilidades Atribuídas ao Agente Fiduciário
	responsabilidade de (i) transmitir esses questionamentos à emissora para que esta forneça os devidos esclarecimentos; (ii) divulgar informações sobre o cumprimento das metas de sustentabilidade com base nos relatórios de verificadores externos; (iii) solicitar documentos ou esclarecimentos adicionais caso demandado pelos debenturistas, e (iv) compartilhar os pareceres e relatórios de acompanhamento.
Modelo 6	Atribui ao agente fiduciário a responsabilidade de (i) verificar a entrega dos relatórios de verificador externo, (ii) acompanhar o cumprimento das metas e objetivos e sustentabilidade e (iii) “garantir” o recebimento de parecer positivo de um verificador externo, que ateste o enquadramento dos títulos como sustainability-linked, em conformidade com os critérios estabelecidos pela ICMA.
Modelo 7	Atribui ao agente fiduciário a responsabilidade de: (i) sempre que julgar necessário, solicitar à emissora eventuais esclarecimentos e/ou documentos adicionais que se façam necessários caso haja qualquer dúvida a respeito da classificação das debentures como "sustainability-linked" e/ou caso solicitado por qualquer dos debenturistas; (ii) recepcionar, sem fazer nenhum juízo de valor acerca do mesmo e deverá compartilhar o relatório do verificador externo com os debenturistas sempre que solicitado; e (iii) celebrar o aditamento a esta escritura de emissão decorrente do rebalanceamento em até 3 (três) dias úteis contados da apresentação do referido relatório de rebalanceamento. Em relação ao recebimento dos relatórios, sua responsabilidade é limitada de forma expressa, isentando o agente fiduciário da obrigação de avaliar a suficiência, validade, veracidade ou completude das informações contidas nos relatórios, cabendo apenas o recebimento e compartilhamento das informações.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados das escrituras de emissão extraídas da base de dados da ANBIMA Data.

No primeiro modelo, as escrituras preveem, de forma genérica e ampla, a obrigação exclusiva de o agente fiduciário comunicar a manutenção ou alteração da sobretaxa de remuneração do título. Para tanto, o agente fiduciário deve se basear em comunicação realizada pela própria emissora acerca dos resultados da aferição e acompanhamento das metas e objetivos de sustentabilidade indicados nos relatórios de acompanhamento. À título de exemplo, destaca-se a previsão contratual da emissão realizada pela Bemol S.A., conforme segue:

“6.16.4 (...). Na ocorrência do Mecanismo de Step Up, a Sobretaxa Ajustada será devida a partir do Período de Capitalização subsequente, que terá início em 22 de março de 2024 (inclusive), e vigorará até a Data de Vencimento.

6.16.5 Comunicação: **A Emissora deverá, até 01 de março de 2024, elaborar comunicado aos Debenturistas** (por meio de publicação de anúncio nos termos da Cláusula 6.26 abaixo ou de comunicação individual a todos os Debenturistas), **com cópia ao Agente Fiduciário** sobre a Sobretaxa válida para o Período de Capitalização subsequente, independentemente de qualquer formalidade adicional ou de aditamento a esta Escritura de Emissão.

6.16.6 **No prazo de até 3 (três) Dias Úteis contados da data prevista na Cláusula 6.16.5 acima, o Agente Fiduciário deverá comunicar ao Escriturador, ao Banco Liquidante e à B3, com cópia à Emissora, sobre a Sobretaxa aplicável ao Período de Capitalização subsequente**, que terá início em 22 de março de 2024 (inclusive) e vigorará até a Data de Vencimento, independentemente de qualquer formalidade adicional ou de aditamento a esta Escritura de Emissão.” [grifos do autor]

Nota-se que (i) a responsabilidade por comunicar aos debenturistas a eventual alteração da sobretaxa é atribuída à própria companhia emissora e (ii) não há previsão

contratual expressa e específica acerca da eventual obrigação de o agente fiduciário avaliar os termos dos relatórios de acompanhamento³⁷. Dentre todas as que foram analisadas, as escrituras que seguem este padrão contratual são as que atribuem menor grau de responsabilidade e deveres relacionados às metas e objetivos de sustentabilidade aos agentes fiduciários de forma expressa. Este padrão foi identificado em três³⁸ das escrituras de emissão analisadas.

As escrituras estruturadas conforme o segundo modelo contém previsões contratuais determinando grau adicional de responsabilidades e especificidade de atribuições aos agentes fiduciários em relação às metas e objetivos de sustentabilidade. Nesses casos, incluem como responsabilidade do agente fiduciário (i) o acompanhamento direto do atendimento das metas e objetivos de sustentabilidade, conforme informações disponibilizadas nos relatórios de acompanhamento, e (ii) a própria verificação da entrega dos relatórios pela parte responsável pela sua elaboração. Nesse sentido, destaca-se o fato de ser atribuída responsabilidade de o agente fiduciário acompanhar as metas e objetivos de sustentabilidade diretamente por meio dos relatórios de acompanhamento, em comparação com a função exclusiva de comunicar a manutenção ou alteração da sobretaxa conforme tenha sido previamente comunicado pela emissora.

À título exemplificativo, este modelo de previsão contratual pode ser observado na escritura de emissão da Eurofarma Laboratórios S.A., conforme segue:

“4.11.1.4. Na hipótese de ocorrência do Step Up da Remuneração a Emissora deverá comunicar os Debenturistas (por meio de publicação de anúncio nos termos da Cláusula 4.19 abaixo ou de comunicação individual a todos os Debenturistas), com cópia ao Agente Fiduciário, sobre a Remuneração aplicável ao Período de Capitalização subsequente, independentemente de qualquer formalidade adicional ou aditamento a esta Escritura de Emissão.

4.11.1.5. Após o recebimento do Relatório do Verificador Externo, o Agente Fiduciário deverá comunicar à B3, sobre a Remuneração aplicável ao Período de Capitalização subsequente, sendo certo que o prazo máximo para recebimento dessa informação pela B3 é de 3 (três) Dias Úteis de antecedência da data de início do Período de Capitalização subsequente.

4.11.1.6. Fica desde já certo e ajustado que o Agente Fiduciário limitar-se-á tão-somente a verificar a entrega do Relatório do Verificador Externo e acompanhar o atendimento dos SKPI nas respectivas Datas de Verificação SKPI por meio da informação disponibilizada no respectivo Relatório do Verificador Externo. O

³⁷ Nestes casos, conforme discutido no âmbito da análise exploratória desenvolvida mais adiante no presente capítulo, apesar de não haver menção expressa à obrigação, é possível determinar que o agente fiduciário tem essa responsabilidade considerando as suas obrigações determinadas em lei e nas demais disposições gerais das próprias escrituras que replicam os termos da lei no sentido de acompanhamento do cumprimento das obrigações das emissoras na divulgação de informações e cumprimento das cláusulas das escrituras.

³⁸ Este padrão foi identificado nas escrituras das emissões realizadas pela Allonda Ambiental Participações S.A.; Bemol S.A.; Cálamio Distribuidora de Produtos de Beleza S.A. e Raízen Energia S.A.

Agente Fiduciário não será responsável por verificar a suficiência, validade, qualidade, veracidade ou completude das informações técnicas e financeiras constantes do Relatório do Verificador Externo, ou, ainda, em qualquer outro documento que lhe seja enviado com o fim de complementar, esclarecer, retificar ou ratificar as informações do referido Relatório do Verificador Externo.”

Ao atribuírem funções específicas e um grau adicional de responsabilidade ao agente fiduciário, uma parcela dos SLBs avaliados que possuem essa dinâmica estabelecida são explícitas na limitação de responsabilidade contratual do agente fiduciário, inclusive determinando que o mesmo não será responsável por verificar a suficiência, validade, qualidade, veracidade ou completude das informações técnicas e econômicas apresentadas nos relatórios dos verificadores externos. Nesse sentido, a função do agente fiduciário se limita a verificar a entrega do relatório de acompanhamento e se basear em seus resultados para cumprir as obrigações de comunicação que lhe são atribuídas – sem a necessidade ou obrigação contratual de realizar análises ou questionamentos específicos. Esse modelo de previsão contratual foi identificado em quatro³⁹ das 14 escrituras de emissão avaliadas

Em um terceiro modelo, foram identificadas previsões incorporando, de forma explícita, responsabilidades adicionais ao agente fiduciário, quando comparadas aos modelos elencados anteriormente. São previstas as funções (i) de comunicação sobre a manutenção ou alteração da sobretaxa; (ii) inclusão de informações a respeito do cumprimento das metas no relatório anual destinado aos debenturistas; além de prever, de forma expressa, obrigações de (iii) sempre que os debenturistas julgarem necessário, requerer eventuais esclarecimentos e documentos adicionais que se façam necessários caso haja dúvida à respeito da caracterização das debêntures como *sustainability-linked*⁴⁰ e (iv) compartilhar o parecer e os relatórios emitidos ou revisados pelo verificador externo, conforme aplicável.

Em relação à previsão acerca da inclusão de informações do relatório de acompanhamento no relatório anual destinado aos debenturistas, não foram identificadas previsões contratuais expressas determinando a limitação de responsabilidade dos agentes fiduciários em relação à validação do conteúdo das informações elencadas no âmbito do relatório de acompanhamento, conforme determinado em outros modelos analisados. É

³⁹ Este padrão foi identificado nas escrituras das emissões realizadas pela Eurofarma Laboratórios S.A.; Rumo Malha Paulista S.A. TIM S.A. e Sul América S.A.

⁴⁰ As escrituras de emissão avaliadas não estabelecem quaisquer consequências específicas para o caso de as debentures não serem qualificadas como *sustainability-linked*. De forma semelhante, considerando que não existe regulação à nível nacional estabelecendo parâmetros mínimos específicos para que uma debenture possa assim ser qualificada, as previsões constantes nas escrituras acerca dos processos e procedimentos para sua categorização são genéricas e não possuem quaisquer consequências atreladas à eventual inadequação da debenture em relação ao critério contratualmente estabelecido.

também notável a ausência de parâmetros ou delimitações contratuais específicas sobre quais informações são consideradas necessárias e a forma com que serão dispostas no respectivo relatório do agente fiduciário.

Esta dinâmica contratual foi verificada de forma exclusiva na escritura de emissão da Elea Digital Infraestrutura e Redes de Telecomunicações S.A., e está estruturada no âmbito da sua escritura conforme as seguintes previsões:

4.12.7. Após o recebimento do Relatório do Verificador Externo ou caso o Relatório do Verificador Externo não seja entregue ao Agente Fiduciário até as respectivas Datas de Verificação, a Emissora e o Agente Fiduciário deverão comunicar à B3 sobre a Remuneração aplicável ao Período de Capitalização subsequente, sendo certo que o prazo máximo para recebimento dessa informação pela B3 é de 3 (três) Dias Úteis de antecedência da data de início do Período de Capitalização subsequente.

8.4.1. Além de outros previstos em lei, em ato normativo da CVM e nesta Escritura, constituem obrigações do Agente Fiduciário: [...]

(xvi) elaborar relatório anual destinado aos Debenturistas, nos termos do artigo 68, parágrafo 1º, alínea (b), da Lei das Sociedades por Ações, o qual deverá conter, ao menos, as seguintes informações: [...]

(j) informações a respeito do cumprimento das metas, conforme mensuradas pelos KPIs selecionados (nos termos do Anexo III a esta Escritura) compartilhando o Relatório do Verificador Externo e/ou o Relatório Antecipado das Metas (conforme aplicáveis) eventualmente recebido em sua página na rede mundial de computadores (www.simplificparinari.com.br);”

(xxi) sempre que os Debenturistas julgarem necessário, solicitar à Emissora eventuais esclarecimentos e/ou documentos adicionais que se façam necessários caso haja qualquer dúvida a respeito da caracterização das Debêntures como sustainability-linked; e

(xxii) compartilhar com os Debenturistas, sempre que solicitado, o Parecer e os relatórios emitidos pelo Verificador Externo.

O quarto modelo, identificado na escritura de emissão da Votorantim Cimentos S.A., apresenta estrutura contratual determinando o preenchimento de formulário de acompanhamento específico e pré-definido como um anexo à escritura, cuja responsabilidade de preenchimento é atribuída à companhia emissora. Sendo assim, o agente fiduciário mantém a obrigação de acompanhamento do atingimento das metas e objetivos de sustentabilidade, mas a obrigação central determinada na escritura é a avaliação do correto preenchimento do formulário considerando as informações incluídas no relatório de acompanhamento (que, neste caso específico, trata-se do relatório integrado anual produzido pela companhia emissora e auditado por auditores independentes contratados pela emissora).

É estabelecida responsabilidade de forma específica ao agente fiduciário, com foco na avaliação de discrepâncias entre o formulário preenchido pela companhia emissora e o relatório de acompanhamento produzido, hipótese em que, caso verificadas, deverá comunicar

a emissora dentro de prazo específico para que proceda às correções necessárias. No âmbito da escritura, esta obrigação está definida em anexo específico (Anexo III), conforme segue:

“Apuração

A Emissora obriga-se a publicar, anualmente, em endereço eletrônico direcionado para seus investidores um Relatório Integrado Anual, no qual constará os KPIs auditados pelo Auditor de Sustentabilidade do Relatório Integrado. [...]

Após a emissão do Relatório Integrado Anual, a Emissora deverá enviar ao Agente Fiduciário a Notificação de KPIs para que o Agente Fiduciário possa acompanhar o cumprimento dos KPIs, nos termos e prazos previstos neste Anexo III.

O Agente Fiduciário deverá verificar se o Anexo III-A foi corretamente preenchido tendo em vista as informações constantes do respectivo Relatório Integrado Anual. Não estando de acordo, o Agente Fiduciário deverá informar a Emissora no prazo de 5 (cinco) Dias Úteis do recebimento de tal Relatório Integrado Anual para que a Emissora faça as correções necessárias.”

Conforme se depreende da leitura do dispositivo contratual descrito acima, a obrigação do agente fiduciário neste caso está voltada a realizar uma análise comparativa entre as informações dos relatórios de acompanhamento e o respectivo formulário pré-estabelecido na escritura de emissão. Não foram identificadas neste modelo quaisquer previsões contratuais estabelecendo limitações expressas em relação à verificação da qualidade das informações, conforme verificadas em outros modelos analisados.

O quinto modelo diverge dos demais ao alocar a prerrogativa de avaliar os relatórios e levantar potenciais questionamentos primariamente aos próprios debenturistas. Essa estrutura, verificada na escritura de emissão da Energisa S.A., estabelece ao agente fiduciário a responsabilidade de apresentar os questionamentos feitos pelos debenturistas à companhia emissora, para que esta possa então prestar os devidos esclarecimentos. Neste modelo, para além desta característica específica, verificam-se previsões contratuais estabelecendo aos agentes fiduciários as funções de (i) divulgação e acompanhamento das informações a respeito do cumprimento das metas e objetivos de sustentabilidade, conforme produzidos nos relatórios dos verificadores externos, de forma semelhante ao identificado anteriormente; (ii) solicitação, sempre que os investidores julgarem necessário, de eventuais esclarecimentos ou documentos adicionais caso haja dúvida a respeito da caracterização das debentures como *sustainability-linked*⁴¹ e (iii) o compartilhamento com os investidores, sempre que solicitado, dos pareceres e relatórios emitidos pelo verificador externo.

⁴¹ A escritura não estabelece quaisquer consequências específicas para o caso de as debentures não serem qualificadas como *sustainability-linked*. De forma semelhante, considerando que não existe regulação à nível nacional estabelecendo parâmetros mínimos específicos para que uma debenture possa assim ser qualificada, as previsões constantes nas escrituras acerca dos processos e procedimentos para sua categorização são

O sexto modelo identificado apresenta como característica singular a determinação de responsabilidade ao agente fiduciário de garantir (termo utilizado nas escrituras de emissão que contém essa previsão contratual) que recebeu o parecer positivo da emissão de um verificador externo atestando o enquadramento dos títulos enquanto *sustainability-linked* de acordo com os critérios estabelecidos pela ICMA. Duas⁴² das escrituras avaliadas contém essa disposição contratual específica. Nesses modelos, também são atribuídas como obrigações do agente fiduciário (i) a verificação de entrega dos relatórios por parte do verificador externo e o (ii) acompanhamento do atendimento dos KPIs por meio das informações do relatório.

À título de exemplo, verificam-se os dispositivos contratuais estabelecidos na escritura de emissão do Fleury S.A., conforme segue:

4.8.1.4.3. Para fins do disposto nas Cláusulas 4.8.1.2. a 4.8.1.4.2. acima, as Partes desde já concordam que o Agente Fiduciário limitar-se-á tão somente a verificar a entrega dos respectivos Relatórios do Verificador Externo e acompanhar o atendimento dos respectivos SKPI indicados no Anexo I por meio da informação disponibilizada no respectivo Relatório do Verificador Externo.

4.8.4. Na hipótese de ocorrência do Mecanismo de Step Up, a Emissora deverá elaborar comunicado aos Debenturistas (por meio de publicação de anúncio nos termos da Cláusula 4.15 abaixo ou de comunicação individual a todos os Debenturistas), com cópia ao Agente Fiduciário, sobre a Sobretaxa Ajustada válida para o Período de Capitalização subsequente, independentemente de qualquer formalidade adicional ou de aditamento a esta Escritura de Emissão.

4.8.5. No prazo de até 3 (três) Dias Úteis contados do recebimento da comunicação referida acima, o Agente Fiduciário deverá comunicar o Escriturador, o Banco Liquidante e a B3, com cópia à Emissora, sobre a Sobretaxa Ajustada aplicável ao Período de Capitalização subsequente, sendo certo que o prazo máximo para recebimento dessa informação pela B3 é de 3 (três) Dias Úteis de antecedência da data de início do Período de Capitalização subsequente.

7.3.1. Além de outros previstos em lei, em ato normativo da CVM, ou nesta Escritura de Emissão, constituem obrigações do Agente Fiduciário: [...]

(t) garantir, para efeito de qualificação das Debêntures como *sustainability-linked* que recebeu o parecer positivo da emissão de um verificador externo atestando o enquadramento das Debêntures segundo os critérios da ICMA.

Apesar de incluída a obrigação de confirmação de obtenção do parecer positivo de verificador externo atestando o enquadramento do título segundo os critérios da ICMA, não foram identificadas na análise potenciais consequências da sua não obtenção ou critérios e regramento contratual específico acerca do prazo, forma ou quaisquer outros relacionados a esta obrigação.

genéricas e não possuem quaisquer consequências atreladas à eventual inadequação da debenture em relação ao critério contratualmente estabelecido.

⁴² Este padrão foi identificado nas escrituras das emissões realizadas pelo Fleury S.A. e Via Varejo S.A.

O sétimo e último modelo, identificado na escritura de emissão da Telefônica Brasil S.A., determina ao agente fiduciário a prerrogativa de, sempre que julgar necessário, solicitar à emissora eventuais esclarecimentos e/ou documentos adicionais que se façam necessários caso haja qualquer dúvida a respeito da classificação das debentures como "*sustainability-linked*" e/ou caso solicitado por qualquer dos debenturistas. Nesse sentido, inclui no rol de suas atribuições a atuação proativa em relação à classificação das debêntures, indo um passo além no sentido de potencial busca ativa de informações.

Em relação aos relatórios de acompanhamento, este modelo estabelece de forma expressa que o agente fiduciário receberá e não deverá fazer nenhum juízo de valor acerca do mesmo, devendo compartilhar com os debenturistas sempre que solicitado. Há, neste modelo, limitação expressa às atividades do agente fiduciário que deverá somente acompanhar o atendimento das metas através da informação disponibilizada no relatório do verificador externo e/ou no relatório antecipado de metas. A responsabilidade de comunicação de eventos de aumento da sobretaxa de remuneração, neste caso, é alocada à emissora.

Por outro lado, enquanto ponto específico relevante, destaca-se a obrigação de o agente fiduciário celebrar aditamento à escritura de emissão – sem a necessidade de aprovação por parte dos debenturistas – nas hipóteses de implementação do mecanismo de contingência pela emissora, conforme tenha sido apresentado o respectivo relatório por essa justificando as ações e adaptações aos KPIs e SPTs em vista da ocorrência de um evento limitador.

3.2.3 Análise exploratória dos direitos e obrigações identificados à luz dos SLBPs e implicações contratuais sob a perspectiva das partes contratantes.

a. Relatórios de aferição e contratação de verificadores externos

A análise das escrituras dos SLBs que compõem o escopo do presente trabalho revela variações relevantes acerca da atribuição de responsabilidades pela elaboração dos relatórios de acompanhamento e aferição das metas e objetivos de sustentabilidade, bem como potenciais implicações contratuais em relação ao processo de seleção dos verificadores externos e delimitação de critérios e parâmetros para a execução das atividades de verificação.

Estas variações, em certos casos, representam desalinhamentos com as recomendações determinadas no âmbito dos SLBPs, conforme evidenciados a seguir.

Em relação aos casos em que a responsabilidade primária pela elaboração dos relatórios de aferição é atribuída à própria companhia emissora⁴³, a análise das escrituras de emissão revela implicações relacionadas à transparência e governança acerca do processo e dos agentes envolvidos na sua execução. Nesses casos, tendo em vista que a própria companhia emissora será responsável pela produção e disponibilização de dados e informações com potencial impacto financeiro relevante em suas atividades, os SLBPs recomendam que seja desenvolvida capacidade interna para estabelecimento e revisão de suas metodologias, com a subsequente documentação e comunicação clara da expertise e das informações relevantes acerca destes procedimentos aos investidores (ICMA, 2024b). Nesse sentido, ressalta-se o fato de que nenhuma das escrituras analisadas apresentou regramento contratual específico determinando a forma, os procedimentos e os princípios gerais que devem reger as atividades da companhia emissora na elaboração dos relatórios, ou fez referências a políticas internas próprias da companhia.

Em uma correlação com os demais eixos de direitos e obrigações analisados, destaca-se que a solidez dos relatórios e a transparência dos processos e procedimentos adotados na sua elaboração podem colaborar tanto (i) na mitigação de questões informacionais relacionadas à eventos limitadores dos KPIs e SPTs, quanto (ii) na confiabilidade da aferição realizada para fins de determinação dos impactos na estrutura de remuneração do título. Com a determinação de processos transparentes, e o aumento da confiança dos debenturistas na qualidade e precisão das informações fornecidas, é possível que sejam parcialmente mitigados os riscos de eventuais conflitos decorrentes de alegações de falta de compartilhamento de informações essenciais aos debenturistas.

A ausência de transparência, por outro lado, pode agravar as implicações identificadas em relação aos demais eixos do contrato, enfraquecendo a confiança dos investidores e comprometendo a integridade do processo de aferição de metas (ICMA, 2024b). Dentre outras potenciais implicações aos direitos das partes neste contexto, destacam-

⁴³ Há potenciais fragilidades inerentes a este modelo, a depender do arranjo de potenciais incentivos estabelecidos aos responsáveis internos da companhia emissora em relação à produção de dados e informações com impactos financeiros negativos consideráveis. O desenvolvimento da análise dos incentivos envolvidos aos agentes internos à companhia emissora nessas estruturas deve ser objeto de estudo específico, voltado à compreensão das dinâmicas e de modo a ressaltar potenciais mecanismos para a mitigação dos pontos negativos identificados.

se os cenários em que a dinâmica para determinação dos impactos é feita através da comunicação dos resultados de aferição pela emissora ao agente fiduciário e aos debenturistas, e que não sejam previstas contratualmente mecânicas para que os debenturistas possam questionar ou pedir informações adicionais acerca das informações disponibilizadas. Estas estruturas, conforme descritas no Capítulo 3.2.2, quando consideradas no contexto do cenário apresentado, podem implicar em limitações relevantes aos direitos dos debenturistas de obterem as informações necessárias para o seu devido julgamento acerca das condições de aferição das metas e objetivos de sustentabilidade.

Em relação à seleção dos verificadores externos – cuja contratação visa, ao menos em tese, trazer mais segurança da solidez da aferição e da solidez e ambição dos objetivos e metas de sustentabilidade - seja para a elaboração ou verificação de relatórios de acompanhamento, as escrituras de emissão avaliadas estabelecem como padrão predominante a prerrogativa de seleção à companhia emissora, sem a necessidade de consulta ou concordância expressa por parte dos debenturistas. Essa prática, somada à ausência de critérios e procedimentos específicos determinados no contrato para balizar as atividades dos verificadores externos, implica em um cenário contratual com baixa transparência aos investidores e atribuição de prerrogativas substanciais às emissoras quanto a seleção dos verificadores externos e determinação dos termos estabelecidos para a prestação do seu serviço.

Como critérios exclusivos de contratação estabelecidos, destaca-se que as previsões contratuais estabelecem a necessidade de o verificador externo ser empresa independente e especializada. Apesar deste fato não se enquadrar como um desalinhamento, considerando que os SLBPs estabelecerem esses critérios de forma igualmente genérica, ressalta-se que não foram identificadas cláusulas nas escrituras determinando o significado dos critérios adotados. Como consequência, não é possível estabelecer o que se entende por independente e/ou especializada de forma precisa. Especificamente em relação ao critério de especialização, ressalta-se a ausência de quaisquer menções específicas a certificações, padrões, ou quaisquer outras formas de vinculação a regramentos pré-estabelecidos que possam oferecer parâmetros mínimos aos investidores acerca das empresas que poderão ser selecionadas para atuar nessa função e acerca da vinculação das atividades que irão prestar.

No que tange às atividades a serem performadas pelos verificadores externos, a não especificação de parâmetros de orientação às suas atividades, tais como referências a códigos de conduta, padrões ou certificações profissionais específicos e o tratamento da seleção dos

verificadores externos como uma prerrogativa sujeita à liberalidade da companhia emissora em evento futuro, implica em redução da transparência pretendida pelo mecanismo contratual de aferição das metas e objetivos de sustentabilidade.

Enquanto forma de mitigação parcial da ausência de critérios objetivos para seleção das empresas responsáveis pela verificação externa, destacam-se, dentre as escrituras de emissão analisadas, a existência de estrutura contratual determinando o estabelecimento expresso da entidade responsável pela execução do relatório, bem como de listagem com potenciais empresas substitutivas, em caso de necessidade. A previsão expressa na escritura estabelece a possibilidade de os investidores avaliarem segundo seus próprios critérios o verificador externo estabelecido, bem como seus substitutos, previamente à realização da sua decisão de investimento. Outro fator de mitigação relevante deste caso específico, é a determinação de que a substituição do verificador externo por uma empresa que não as expressamente estabelecidas na escritura de emissão dependerá da comunicação e aprovação prévia dos debenturistas reunidos em assembleia.

Em relação à ausência de definição ou referência a parâmetros e procedimentos específicos para a realização das atividades de acompanhamento e aferição das metas e objetivos de sustentabilidade, não foram identificados fatores de mitigação no âmbito das escrituras avaliadas⁴⁴. Devido a esta ausência, e baseado no princípio geral de transparência que deve orientar a elaboração dos sustainability-linked bonds (ICMA, 2024b), recomenda-se, a estruturação de cláusula específica no âmbito das escrituras de emissão dos SLBs estipulando ou referenciando os critérios, processos e procedimentos de forma objetiva, seja determinando um rol específico a que os verificadores externos devam minimamente se vincular ou referenciando outras fontes que estabeleçam padrões de conduta e de procedimentos para a realização desta atividade. Em quaisquer casos, é recomendável que se demande do verificador externo a inclusão de informações detalhadas sobre sua capacidade, independência, bem como aos documentos e padrões a que tenha se referenciado na sua análise, mesmo que essas informações só venham a ser divulgadas no relatório de aferição.

⁴⁴ Em vista de sua relevância no contexto de emissão de SLBs, de forma geral, ainda que não se trate do objeto deste estudo, destaca-se a necessidade de que pesquisas futuras se debrucem sobre as dinâmicas e termos de contratação entre as companhias emissoras e os verificadores externos, de modo a trazer luz para os eventuais riscos que as práticas possam apresentar para a solidez dos SLBs.

b. Responsabilidades e obrigações dos agentes fiduciários.

Conforme elencado ao longo do Capítulo 3.2.2, após a conclusão do processo de elaboração dos relatórios de acompanhamento, os SLBs analisados conferem ao agente fiduciário, na qualidade de representante dos debenturistas, diferentes níveis de responsabilidades e obrigações diretamente relacionadas às metas e objetivos de sustentabilidade. As funções atribuídas ao agente fiduciário apresentaram variações consideráveis entre as escrituras e indicam potenciais implicações relevantes em relação à exposição dos agentes fiduciários a riscos decorrentes de falhas na contratação, elaboração e divulgação de informações produzidas por terceiros (seja a própria companhia emissora ou um verificador externo).

Para fins de contextualização, é relevante destacar que a função do agente fiduciário enquanto representante dos debenturistas perante a companhia emissora, decorre de duas fontes: a lei e as previsões contratuais da escritura de emissão⁴⁵. No exercício de suas funções, quando verificada culpa ou dolo⁴⁶, os agentes fiduciários são responsáveis perante os debenturistas por eventuais prejuízos que lhes causarem. Dentre outras, destacam-se obrigações decorrentes de lei e aplicáveis de forma geral às atividades dos agentes fiduciários, relacionadas à prestação de informações e atuação na proteção de direitos dos debenturistas. A legislação brasileira inclui no rol de responsabilidade destes agentes (i) elaborar relatório e colocá-lo anualmente a disposição dos debenturistas, informando os fatos relevantes ocorridos durante o exercício, relativos à execução das obrigações assumidas pela companhia⁴⁷, e (ii) proteger os direitos e interesses dos debenturistas, empregando no exercício da função o

⁴⁵ Lei 6.404/1976: “Art. 68. O agente fiduciário representa, nos termos desta Lei e da escritura de emissão, a comunhão dos debenturistas perante a companhia emissora.”

⁴⁶ Lei 6.404/1976: “Art. 68. (...) § 4º O agente fiduciário responde perante os debenturistas pelos prejuízos que lhes causar por culpa ou dolo no exercício das suas funções.”

⁴⁷ Lei 6.404/1976: “Art. 68. O agente fiduciário representa, nos termos desta Lei e da escritura de emissão, a comunhão dos debenturistas perante a companhia emissora.” § 1º São deveres do agente fiduciário: b) elaborar relatório e colocá-lo anualmente a disposição dos debenturistas, dentro de 4 (quatro) meses do encerramento do exercício social da companhia, informando os fatos relevantes ocorridos durante o exercício, relativos à execução das obrigações assumidas pela companhia, aos bens garantidores das debêntures e à constituição e aplicação do fundo de amortização, se houver, do relatório constará, ainda, declaração do agente sobre sua aptidão para continuar no exercício da função.

cuidado e diligência que “todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios bens”⁴⁸.

Conforme exposto no Capítulo 3.2.2, a maior parte das emissões avaliadas não contém previsão específica delimitando de forma detalhada o escopo de atuação dos agentes fiduciários em relação ao acompanhamento do processo de aferição das metas e objetivos de sustentabilidade. Também são pouco indicativas as regras estabelecendo as dinâmicas específica de sua relação com a emissora, os verificadores externos e os documentos por eles produzidos durante o processo de aferição. Nesse contexto, há riscos identificados pela análise das disposições contratuais que podem implicar em responsabilização dos agentes fiduciários que decorrem, em grande medida, de estruturas marcadas pela ausência de previsão expressa de limitação de responsabilidade em relação ao conteúdo produzido por terceiros (tenha sido produzido pela companhia emissora ou por um verificador externo) a que ele ficará responsável por comunicar os resultados ou analisar e extrair informações para o preenchimento de anexos específicos e da ausência de regras específicas em relação às demais obrigações relacionadas à produção desta informação, como seleção dos verificadores, substancia das metodologias e justificativas apresentadas e até mesmo verificação de fatores limitantes que tenham impactado os KPIs e SPTs em determinado contexto de aferição.

Sendo assim, a exposição identificada se traduz pela necessidade de as partes envolvidas realizarem interpretação própria a partir de comandos gerais dos dispositivos legais para fins de balizamento das ações dos agentes fiduciários em relação às obrigações estabelecidas de forma aberta nas escrituras. Considerando que as partes podem divergir acerca de suas interpretações sobre o grau de responsabilidade do agente fiduciário ao longo da vigência do instrumento, eleva-se o potencial de eventuais litígios quando verificado prejuízo dos debenturistas por ato que venha a ser considerado como decorrente de sua culpa ou dolo. Observados os modelos expostos na Tabela 12, destaca-se a ausência de regras e limites claramente estabelecidos acerca de uma série de obrigações que podem ser eventualmente atribuídas como de sua responsabilidade. Dentre outras, chama atenção a variação com que são contratualmente estabelecidas as obrigações de verificação de informação técnicas inconsistentes, dinâmica e responsabilidade pela apresentação de questionamentos à companhia emissora acerca dos dados apresentados, replicação de

⁴⁸ Lei 6.404/1976: “Art. 68. O agente fiduciário representa, nos termos desta Lei e da escritura de emissão, a comunhão dos debenturistas perante a companhia emissora.”

informações incorretas extraídas do relatório em documentos de acompanhamento específico e demanda pelo cumprimento de obrigações pela emissora que, em si, não foram claramente estipuladas nas escrituras.

À título de exemplo, citam-se casos em que foram determinadas obrigações aos agentes fiduciários de forma que garantam o recebimento de documentação cuja execução está fora do seu campo de controle. Mais especificamente, esta avaliação diz respeito às obrigações estabelecidas de garantir, para efeitos de qualificação das debêntures como *sustainability-linked*, o recebimento de parecer de verificação externo certificando o enquadramento das debêntures segundo critérios da ICMA. No contexto do estabelecimento desta obrigação, para além do termo garantir não ser o mais adequado considerando que não cabe ao agente fiduciário garantir o recebimento do parecer positivo, considerando que a execução do mesmo não está sobre a sua capacidade de influência, vale destacar que as escrituras avaliadas que contém essa previsão não estabelecem procedimentos específicos para que tais pareceres sejam emitidos. No contexto de estabelecimento desta obrigação, destaca-se que não foram identificadas quaisquer penalidades ou consequências específicas às emissoras pela não contratação do parecer, ou mesmo quaisquer outras delimitações de processos e procedimentos que versem sobre a seleção do verificador externo responsável pela sua emissão e eventuais direitos de interação entre estes e o agente fiduciário.

O exemplo ilustra o estabelecimento de previsões contratuais genéricas, bem como caso de simples ausência de previsões, desprovidas de regramento detalhado acerca dos procedimentos para o exercício das atividades dos agentes fiduciários em relação aos direitos e obrigações vinculados aos objetivos e metas de sustentabilidade determinados nas escrituras. Considerando as suas obrigações derivadas de lei, conforme apresentadas no início deste capítulo, a ausência de regramento específico, estabelecendo sua responsabilidade de forma clara, bem como os limites de sua atuação, acabam por ampliar o risco de potenciais litígios em relação às funções atribuíveis aos agentes fiduciários no contexto dos SLBs. Com base na análise das escrituras dos SLBs que compõem o presente estudo, recomenda-se, em relação às funções dos agentes fiduciários em relação às metas e objetivos de sustentabilidade, (i) evitar a determinação de responsabilidades genéricas, deixando explícitas as obrigações do agente fiduciário em relação às informações produzidas por terceiros; (ii) tratar dos procedimentos e do escopo específico dos agentes fiduciários, considerando as suas obrigações decorrentes da legislação aplicável e (iii) estabelecer escopos com atribuições para

as quais o agente fiduciário de fato tenha a capacidade de agir sobre, alocando os riscos específicos às partes que tenham a possibilidade de evitá-lo.

Em relação às recomendações, a análise dos modelos dispostos no Capítulo 3.2.2 permite avaliar as diferentes atribuições estabelecidas aos agentes fiduciários nas emissões de SLBs no contexto nacional. A partir desta combinação, é possível compreender de forma mais abrangente as responsabilidades que foram e podem ser atribuídas aos agentes no contexto das escrituras. Com base nas informações reveladas e sistematizadas, é possível modular as recomendações feitas no presente capítulo, de forma que – ainda que uma determinada responsabilidade indicada nos modelos analisados não vá ser atribuída ao agente fiduciário – que as escrituras possam deixar claro que tais atividades não fazem parte do seu escopo na emissão. Como ressalva final, é importante destacar que tais limitações, entretanto, devem considerar que não é possível restringir certos deveres, atribuições e responsabilidades do agente fiduciário, conforme previstas na legislação aplicável às suas atividades⁴⁹.

3.3 Remuneração: impactos do (des)cumprimento das metas e objetivos de sustentabilidade na estrutura de remuneração dos títulos.

Os SLBs estabelecem como a pedra angular dos SLBs o fato de que as características financeiras e/ou estruturais desses títulos podem variar a depender se um KPI específico atingiu ou não um SPT pré-definido dentro do período determinado para tanto (ICMA, 2024b). No âmbito dos SLBs avaliados, foram identificadas particularidades relevantes em relação às variações das características financeiras dos títulos. Conforme identificado, o atingimento ou não das metas e objetivos de sustentabilidade podem determinar variações (i) nas taxas remuneratórias das emissões (que podem ser majoradas e/ou reduzidas, a depender da dinâmica contratualmente prevista na emissão) e (ii) nos prêmios a serem pagos no caso de (ii.a) resgates antecipados e (ii.b) amortizações antecipadas. Os capítulos a seguir apresentam as estruturas identificadas e a dinâmica contratual prevista para cada um dos casos dispostos acima, bem como uma análise em relação à qualificação do não atingimento das metas e

⁴⁹ Lei 6.404/76: Art. 68. O agente fiduciário representa, nos termos desta Lei e da escritura de emissão, a comunhão dos debenturistas perante a companhia emissora. § 1º São deveres do agente fiduciário: [...] § 6º Serão reputadas não-escritas as cláusulas da escritura de emissão que restringirem os deveres, atribuições e responsabilidade do agente fiduciário previstos neste artigo. [grifos do autor]

objetivos de sustentabilidade enquanto hipóteses de vencimento antecipado e das eventuais considerações de seus efeitos para cálculo do montante devido em situações que tais eventos sejam determinados.

3.3.1 Mecanismos de variação das taxas remuneratórias nos SLBs.

A análise das estruturas contratuais dos SLBs revelou que em 13⁵⁰ das 14 escrituras analisadas há impacto direto nas taxas remuneratórias⁵¹ dos títulos em decorrência da verificação do atingimento ou não dos objetivos e metas de sustentabilidade estipulados contratualmente. Foram verificadas três estruturas específicas de regramento acerca dos impactos nas taxas remuneratórias, conforme expostas na Tabela 13, a seguir.

Tabela 13 – Mecanismos de variação da taxa remuneratória em vista do (não) atingimento dos objetivos e metas de sustentabilidade

Mecanismo de Alteração da Taxa de Remuneração dos Títulos	Funcionamento
Sobretaxa +	A taxa de remuneração aplicável é majorada caso seja constatado o não atingimento dos KPIs dentro do prazo previsto para tanto ou caso o respectivo relatório de verificação dos KPIs não tenha sido entregue. Nas escrituras que contém esse mecanismo, há previsão de irreversibilidade da taxa de remuneração após o seu estabelecimento em momento posterior à respectiva verificação.
Sobretaxa -	A taxa de remuneração aplicável é reduzida caso seja constatado o atingimento dos KPIs dentro do prazo previsto para tanto. Nas escrituras que contém esse mecanismo, há previsão de irreversibilidade da taxa de remuneração após o seu estabelecimento em momento posterior à respectiva verificação.
Sobretaxa Flutuante	A taxa de remuneração aplicável é (i) majorada caso seja constatado o não atingimento dos KPIs dentro do prazo previsto para tanto, ou caso o respectivo relatório de verificação dos KPIs não tenha sido entregue; ou (ii) reduzida, caso seja constatado o atingimento dos KPIs dentro do prazo previsto, a depender da situação específica da sobretaxa aplicável no momento de aferição

⁵⁰ Taxas e Sobretaxas são usadas indistintamente no âmbito deste trabalho, considerando que em títulos que sejam estruturados por taxas pré-fixadas, o termo mais preciso seria taxa de remuneração, e títulos compostos por estrutura híbrida de remuneração, o mais preciso seria sobretaxa, considerando que o impacto é aplicável no componente variável da remuneração. Do ponto de vista da lógica dos impactos, conforme tratado no âmbito do presente estudo, a indistinção dos termos não tem impacto nas conclusões estabelecidas.

⁵¹ Das escrituras de SLBs avaliadas, apenas a emissão realizada pela Votorantim Cimentos S.A. não possui estrutura de variação dos juros remuneratórios em decorrência do atingimento ou não dos objetivos e metas de sustentabilidade insculpidos na escritura, apesar de existir variação nesse sentido nos prêmios de resgate antecipado, amortização extraordinária.

Mecanismo de Alteração da Taxa de Remuneração dos Títulos	Funcionamento
	das metas e objetivos de sustentabilidade.

Fonte: Elaboração própria com base nos dados das escrituras de emissão extraídas da base de dados da ANBIMA Data.

Os mecanismos identificados determinam lógicas distintas em relação ao tratamento dos efeitos do cumprimento ou não dos objetivos e metas de sustentabilidade no âmbito das emissões, tanto do ponto de vista da companhia emissora quanto do debenturista. No caso das emissões estruturadas com mecanismos Sobretaxa +, o aumento da taxa de remuneração por não atingimento das metas e objetivos de sustentabilidade é insculpido no título como uma forma de penalização à companhia emissora, que deverá arcar com o aumento do custo da sua dívida em razão da majoração da taxa de remuneração do título. Esta majoração, sob a perspectiva do debenturista, implica no aumento da remuneração que lhe será paga, e é determinada como uma forma de compensação financeira (ainda que parcial) pelo não atingimento das metas e objetivos de sustentabilidade pela emissora.

À título de exemplo do mecanismo Sobretaxa +, o SLB emitido pela Eurofarma Laboratórios S.A. prevê remuneração inicial do título por 100% da variação acumulada das taxas médias diárias dos DI + Sobretaxa de 1,40% a.a., sendo que esta remuneração inicial poderá ser majorada caso seja verificado o não atendimento das metas e objetivos de sustentabilidade, da seguinte forma:

[...] A Remuneração Inicial poderá ser aumentada caso a Emissora (a) não cumpra com as metas associadas ao respectivo SKPI, conforme definido no Anexo I desta Escritura de Emissão, nas respectivas Datas de Verificação do SKPI (conforme definido no Anexo I a esta Escritura de Emissão), conforme atestado pelo Relatório do Verificador Externo (conforme definido no Anexo I a esta Escritura de Emissão); ou (b) não entregue ao Agente Fiduciário em até 30 (trinta) dias anteriores a data do respectivo Step up da Remuneração (conforme definido abaixo), o Relatório do Verificador Externo em relação ao SKPI em questão ("Mecanismo de Step Up").

4.11.1.2. Na ocorrência de um Mecanismo de Step Up, a Remuneração Inicial das Debêntures poderá ser aumentada:

(i) a partir de 18 de agosto de 2024 (inclusive) em (sendo (i.a) e (i.b) abaixo um "Step Up da Remuneração na 1ª Data de Verificação das Metas"):

(i.a) 0,05% (cinco centésimos por cento) ao ano, base 252 (duzentos e cinquenta e dois) Dias Úteis, caso a Emissora (i) não cumpra o SKPI Resíduos na Primeira Medição e/ou (ii) não entregue ao Agente Fiduciário, em até 30 (trinta) dias anteriores a data do Step Up da Remuneração na 1ª Data de Verificação das Metas, o Relatório do Verificador Externo dentro do prazo estabelecido nesta Escritura de Emissão; e adicionalmente

(i.b) 0,05% (cinco centésimos por cento) ao ano, base 252 (duzentos e cinquenta e dois) Dias Úteis, caso a Emissora (i) não cumpra o SKPI Diversidade 1 na Primeira Medição e/ou (ii) não entregue ao Agente Fiduciário, em até 30 (trinta) dias anteriores a data do Step Up da Remuneração na 1ª Data de Verificação das Metas, o Relatório do Verificador Externo dentro do prazo estabelecido nesta Escritura de Emissão;

(ii) adicionalmente ao Step Up da Remuneração na 1ª Data de Verificação das Metas, a partir de 18 de agosto de 2026 (inclusive) em 0,05% (cinco centésimos por cento) ao ano, base 252 (duzentos e cinquenta e dois) Dias Úteis, caso a Emissora (i) não cumpra o SKPI Resíduos na Segunda Medição e/ou (ii) não entregue ao Agente Fiduciário, em até 30 (trinta) dias anteriores a data do Step Up da Remuneração na 2ª Data de Verificação das Metas, o Relatório do Verificador Externo dentro do prazo estabelecido nesta Escritura de Emissão (um "Step Up da Remuneração na 2ª Data de Verificação das Metas"); [...] [grifos do autor]

Já no caso das emissões estruturadas com mecanismos Sobretaxa -, a redução da sobretaxa de remuneração do título é prevista no título como uma forma de prêmio ao emissor pelo atingimento das metas e objetivos de sustentabilidade, que estará sujeito ao pagamento de uma taxa de remuneração reduzida em relação à inicialmente estabelecida na escritura ao debenturista. Neste caso, sob a perspectiva do debenturista, a aferição do atingimento da meta implica na redução da remuneração a ser recebida, compensada (ainda que parcialmente) pelo atingimento das metas e objetivos de sustentabilidade pela emissora.

À título de exemplo, o SLB emitido pela Rumo Malha Paulista S.A. prevê remuneração inicial da primeira série do título por 100% da variação acumulada das taxas médias diárias dos DI + Sobretaxa de 1,79% a.a., sendo que esta remuneração inicial poderá ser reduzida da seguinte forma:

“5.7.1.1. Os juros remuneratórios, incidentes sobre o saldo do Valor Nominal Unitário das Debentures da Primeira Série, corresponderão à sobretaxa de (cada uma, uma "Sobretaxa da Primeira Série"):

(i) 1,79% (um inteiro e setenta e nove centésimos por cento) ao ano, base 252 (duzentos e cinquenta e dois) Dias Úteis ("Sobretaxa Original da Primeira Série"); ou

(ii) desde que atendida a Condição para Step Down de Taxa (conforme definido abaixo), nos termos e prazos estabelecidos na Cláusula 5.7.4 abaixo, 1,54% (um inteiro e cinquenta e quatro centésimos) ao ano, base 252 (duzentos e cinquenta e dois) Dias Úteis ("Sobretaxa Ajustada da Primeira Série" e, com conjunto com a Sobretaxa Original da Primeira Série, referida indistintamente como "Sobretaxa da Primeira Série").”

Vale destacar que, tanto em relação às escrituras contratualmente estruturadas com o mecanismo Sobretaxa – quanto em relação às estruturadas com o mecanismo Sobretaxa +, a análise revelou que não é permitida a mobilidade da taxa de remuneração da escritura em direção oposta à lógica determinada pelo mecanismo. Sendo assim, nas emissões estruturadas com mecanismos Sobretaxa +, a partir do momento em que seja verificado o não atingimento da respectiva meta ou objetivo de sustentabilidade em um determinado período de aferição e a sobretaxa tenha sido majorada, não será possível retornar ao seu patamar inicial, ainda que a companhia emissora atinja os respectivos objetivos e metas de sustentabilidade em momento posterior. Já em relação aos mecanismos de Sobretaxa -, caso seja verificado o atingimento

da meta ou objetivo de sustentabilidade em um determinado período de aferição e a sobretaxa tenha sido reduzida, não será possível retornar ao seu patamar inicial, ainda que a companhia emissora venha a descumprir (ou deixar de cumprir) os parâmetros dos objetivos e metas de sustentabilidade atingidos anteriormente.

O mecanismo de Sobretaxas Flutuantes, por sua vez, agrega as duas mecânicas. Nesse sentido, determinam tanto a possibilidade de redução das taxas de remuneração dos títulos em caso de atingimento de metas e objetivos de sustentabilidade dentro de um determinado período de aferição, quanto a sua majoração, em caso do não atendimento. Em emissões estruturadas com esse mecanismo, a emissora poderá encerrar o período de vigência do título emitido pagando tanto uma taxa maior, igual ou menor do que a inicialmente estabelecida, a depender da forma com que a Sobretaxa Flutuante seja estabelecida e de acordo com as verificações de (des)cumprimento dos objetivos e metas de sustentabilidade da emissão. Ou seja, nesses casos, as variações podem ser vistas tanto sob a ótica da penalização quanto da premiação da companhia emissora, a depender do resultado da aferição.

À título de exemplo, o SLB emitido pela Allonda Ambiental Participações S.A. prevê remuneração inicial do título por 100% da variação acumulada das taxas médias diárias dos DI + Sobretaxa de 5,25% a.a., sendo que esta remuneração inicial poderá variar da seguinte forma:

“4.13.1.3 Observado as Cláusulas 4.13.1.4 e 4.13.1.5 abaixo, em cada Data de Alteração de Sobretaxa, a Sobretaxa das Debentures deverá passar a refletir o que segue:
 (i) se o Relatório de Verificação Externa resultar no não atendimento integral aos KPIs, a Sobretaxa deverá ser de 5,25% a.a. (cinco inteiros e vinte e cinco centésimos por cento ao ano); e
 (ii) se o Relatório de Verificação Externa resultar no atendimento integral aos KPIs, a Sobretaxa deverá ser de 5,00% a.a. (cinco inteiros por cento ao ano).”

Considerando os mecanismos descritos, a análise das escrituras que compõem a presente pesquisa revelou a sua disposição em relação à cada uma das emissões conforme a Tabela 14, a seguir.

Tabela 14 – Disposição dos dados analisados acerca dos mecanismos contratuais de variação dos juros remuneratórios em vista do (não) atingimento dos objetivos e metas de sustentabilidade previstos nas escrituras de emissão

Emissora	Mecanismo de Alteração da Sobretaxa	Impacto do Atingimento dos KPIs	Impacto do Não Atingimento dos KPIs
Allonda Ambiental Participações S.A.	Sobretaxa Flutuante	Sobretaxa – (caso a sobretaxa esteja em	Sobretaxa + (caso a sobretaxa esteja em

Emissora	Mecanismo de Alteração da Sobretaxa	Impacto do Atingimento dos KPIs	Impacto do Não Atingimento dos KPIs
		5,25%, vai para 5,00%)	5,00%, vai para 5,25%)
Bemol S.A.	Sobretaxa +	N/A	Sobretaxa + (original: 2,10%; teto máximo: 2,35%)
Cálamo Distribuidora de Produtos de Beleza S.A.	Sobretaxa -	Sobretaxa - (original 2,30% piso mínimo: 1,89%)	N/A
Elea Digital Infraestrutura e Redes de Telecomunicações S.A.	Sobretaxa +	N/A	Sobretaxa + (original: 5%; teto máximo: 5,40%)
Energisa S.A.	Sobretaxa +	N/A	Sobretaxa + (original: 1,50%; teto máximo: 1,75%)
Eurofarma Laboratórios S.A.	Sobretaxa +	N/A	Sobretaxa + (original: 1,40%; teto máximo: 1,65%)
Fleury S.A.	Sobretaxa +	N/A	Sobretaxa + 1ª Série (original:1,35% teto máximo: 1,475% 2ª Série (original: 1,50% teto máximo: 1,75%) 3ª Série (original: 1,75% teto máximo: 2,05%)
Raízen Energia S.A.	Sobretaxa +	N/A	Sobretaxa + 1ª Série (original:5,9219% teto máximo: 6,1719%) 2ª Série (original: 5,9645% teto máximo: 6,2145%)
Rumo Malha Paulista S.A.	Sobretaxa -	Sobretaxa - 1ª série (original 1,79% piso mínimo: 1,54%) 2ª série (original 4,77% piso mínimo: 4,52%)	N/A
Sul América S.A.	Sobretaxa +	N/A	Sobretaxa + 1ª Série (original: 1,50%

Emissora	Mecanismo de Alteração da Sobretaxa	Impacto do Atingimento dos KPIs	Impacto do Não Atingimento dos KPIs
			teto máximo: 1,625%)
			2ª Série (original: 1,70% teto máximo: 1,95%)
Telefônica Brasil S.A.	Sobretaxa +	N/A	Sobretaxa + 1ª Série (original: 1,12% teto máximo: 1,22%)
			2ª Série (original: 1,35% teto máximo: 1,60%)
TIM S.A.	Sobretaxa -	Sobretaxa - (original 4,1682% piso mínimo: 3,9182%)	N/A
Via Varejo S.A.	Sobretaxa +	N/A	Sobretaxa + 1ª Série (original: 1,90% teto máximo: 2,00%)
			2ª Série (original: 2,10% teto máximo: 2,20%)
Votorantim Cimentos S.A.	N/A	N/A	Sobretaxa -* *(caso específico em que o atingimento ou não dos KPIs só tem impacto nos prêmios de resgate antecipado e amortização extraordinária)

Fonte: Elaboração própria com base nos dados das escrituras de emissão extraídas da base de dados da ANBIMA Data

Conforme evidenciado na Tabela 14, dos 14 títulos avaliados, nove foram estruturados com o mecanismo de Sobretaxa +, sendo que dois⁵² destes nove preveem – além dos impactos na taxa de remuneração – o pagamento de prêmio adicional no momento de vencimento dos títulos caso o KPI não tenha sido atingido. Três títulos foram estruturados com o mecanismo Sobretaxa -, e apenas um com o mecanismo de Sobretaxa Flutuante. Por fim, foi verificado título em que a respectiva escritura prevê variações exclusivamente em relação aos prêmios específicos em caso de resgate antecipado e amortização extraordinária. Considerando os SLBs avaliados, foi verificada a preponderância da lógica de penalização das companhias

⁵² Conforme identificado nas escrituras de emissão do Fleury S.A. e Via Varejo S.A.

emissoras pelo não atingimento das metas e objetivos de sustentabilidade, com aproximadamente 64% dos títulos sendo estruturados com o mecanismo Sobretaxa +, em oposição aos modelos que preveem beneficiamento por seu atingimento ou, ainda, a possibilidade de variação entre benefícios e penalidades ao longo da vigência da escritura.

Em relação à amplitude de variação das taxas de remuneração, há variação relevante entre os mecanismos adotados. No que diz respeito às nove escrituras estruturadas com o mecanismo Sobretaxa +, (a) em sete casos foi identificado que a taxa de remuneração pode ser acrescida em até 0,25% caso descumpridos os KPIs, sendo que em três desses casos são determinadas mais de uma série na emissão, com variações distintas para cada série existindo (a.i) uma emissão com sobretaxa podendo variar em até 0,125% para a primeira série, 0,25% para a segunda série e 0,30% para a terceira série, (a.ii) uma emissão podendo variar até 0,125% para a primeira série e 0,25% para a segunda série e (a.iii) uma emissão com taxa de remuneração podendo variar até 0,10% para a primeira série e 0,25% para a segunda série. Em relação às demais escrituras analisadas com este modelo, foi identificado um caso com variação de até 0,40%, e um caso com variação de até 0,10% para as duas séries.

Já no que diz respeito às escrituras estruturadas com o mecanismo Sobretaxa -, foi identificada (i) uma emissão com redução máxima da sobretaxa em até 0,41%; (ii) uma emissão com redução máxima em até 0,25%, para as duas séries e (iii) uma emissão com redução máxima em até 0,25%, em série única. Por fim, em relação à escritura estruturada com o mecanismo Sobretaxa Flutuante, foi verificada a possibilidade de variação da taxa de remuneração do título em até 0,25%, tanto na hipótese de majoração quanto de redução da taxa de remuneração aplicável. Em todos os casos, foram identificados pisos e tetos máximos para a variação da taxa de remuneração das escrituras em vista do resultado da verificação das metas e objetivos de sustentabilidade.

Com base nos dados avaliados, verifica-se que: (i) as variações de até 0,25% na taxa de remuneração, tanto nas estruturas de penalização quanto de bonificação, é o padrão predominante; (ii) no âmbito das escrituras estruturadas com o mecanismo Sobretaxa +, quando as emissões preveem mais de uma série, a prevalência é de que quanto maior o número da série, maior a variação prevista em relação à taxa de remuneração; (iii) as menores variações nas taxas foram identificadas no âmbito das escrituras com mecanismos Sobretaxa + e (iv) não foram identificadas variações com piso menor do que 0,25% nas escrituras com mecanismos Sobretaxa - e na escritura com mecanismo Sobretaxa Flutuante.

3.3.2 Impactos remuneratórios nas hipóteses de resgate antecipado total facultativo e amortização extraordinária facultativa.

Para além da manutenção dos pagamentos de acordo com o fluxo ordinário de vigência das debentures, foram verificados casos em que uma parte das escrituras contém hipóteses prevendo a possibilidade de resgate antecipado facultativo total e de amortização extraordinária facultativa. O resgate antecipado facultativo total das debêntures determina a possibilidade de a companhia emissora em liquidar de forma antecipada as obrigações decorrentes da emissão e resgatar a totalidade dos respectivos ativos em circulação no mercado, não sendo uma obrigação, mas sim um direito da companhia emissora.

À título de exemplo, o SLB emitido pela Bemol S.A. prevê a possibilidade de a companhia emissora realizar o resgate antecipado facultativo de acordo com o seguinte regramento contratual:

“6.19.1 A Emissora poderá, a qualquer momento a partir da Data de Emissão, e a seu exclusivo critério, realizar o resgate antecipado facultativo da totalidade (sendo vedado o resgate parcial) das Debentures, com o consequente cancelamento de tais Debentures ("Resgate Antecipado Facultativo"), de acordo com os termos e condições previstos nas Cláusulas abaixo: (...)”

Em relação aos SLBs analisados, foram identificadas estruturas distintas em relação à possibilidade de a companhia emissora determinar o resgate antecipado dos títulos, conforme exposto na Tabela 15, a seguir.

Tabela 15 – Autorização para realização de resgate antecipado facultativo nos SLBs analisados

Emissora	Resgate Antecipado Facultativo
Allonda Ambiental Participações S.A.	Não permitido
Bemol S.A.	Permitido (a qualquer momento a partir da data de emissão, e a exclusivo critério da companhia emissora)
Cálamo Distribuidora de Produtos de Beleza S.A.	Não Permitido
Elea Digital Infraestrutura e Redes de Telecomunicações S.A.	Permitido (a qualquer momento a partir da data de emissão, e a exclusivo critério da companhia emissora)
Energisa S.A.	Não permitido
Eurofarma Laboratórios S.A.	Permitido (a partir de 18 de fevereiro de 2024, a exclusivo critério da companhia emissora)

Emissora	Resgate Antecipado Facultativo
	Permitido
Fleury S.A.	(a partir de 08 de julho de 2023 para as debêntures da primeira série, de 08 de julho de 2024 para as debêntures da segunda série e de 08 de julho de 2026 para as debêntures da terceira série, ambas a exclusivo critério da companhia emissora)
	Permitido
Raízen Energia S.A.	(desde que o prazo médio ponderado entre a data de emissão e a data do efetivo resgate antecipado facultativo seja superior a 4 (quatro) anos, a exclusivo critério da companhia emissora)
	Permitido
Rumo Malha Paulista S.A.	(a partir de 15 de junho de 2024 para as debentures da primeira série e (i) após o prazo médio ponderado dos pagamentos transcorridos entre a data de emissão e a data do efetivo resgate antecipado facultativo superar 4 (quatro) anos, para as debentures da segunda série, ambas a exclusivo critério da companhia emissora)
	Permitido
Sul América S.A.	(a partir de 8 de novembro de 2024 para as debentures da primeira série e de 8 de novembro de 2025, para as debêntures da segunda série, ambas a exclusivo critério da companhia emissora)
	Permitido
Telefônica Brasil S.A.	(a partir de 12 de julho de 2023 para as debentures da primeira série e de 12 de julho de 2024, para as debêntures da segunda série, ambas a exclusivo critério da companhia emissora)
TIM S.A.	Não permitido
	Permitido
Via Varejo S.A.	(a partir de 30 de outubro de 2022 para as debentures da primeira série e de 30 de abril de 2023 para as debentures da segunda série, ambas a exclusivo critério da companhia emissora)
	Permitido
Votorantim Cimentos S.A.	(a partir de 5 de outubro de 2022, a exclusivo critério da companhia emissora)

Fonte: Elaboração própria com base nos dados das escrituras de emissão extraídas da base de dados da ANBIMA Data

Conforme disposto na Tabela 15, dos 14 títulos avaliados, dez possuem previsão expressa autorizando a realização de resgates antecipados facultativos e quatro não permitem essa possibilidade. Dentre as dez escrituras que contém a autorização, duas estabelecem que a companhia emissora poderá realizar o resgate antecipado facultativo a qualquer momento a partir da data de emissão, sendo que as outras oito estabelecem datas específicas a partir das quais estaria autorizada a sua realização.

A amortização extraordinária facultativa, por sua vez, estabelece a possibilidade de a emissora adiantar o pagamento de montantes específicos para acelerar extraordinariamente a amortização do título. Não se deve confundir, entretanto, as hipóteses de amortização extraordinária, que é uma faculdade da companhia emissora, com a amortização ordinária conforme programado no cronograma estabelecido na respectiva escritura de emissão, que é

uma obrigação da companhia emissora. À título de exemplo, o SLB emitido pela Sul América S.A., prevê a possibilidade de a companhia emissora realizar a amortização extraordinária da segunda série da emissão de acordo com o seguinte regramento contratual:

“6.20.2 Amortização Extraordinária Facultativa das Debentures da Segunda Série. A Companhia poderá, a seu exclusivo critério, realizar, a qualquer tempo a partir de 8 de novembro de 2025 (inclusive), e com aviso prévio aos Debenturistas da Segunda Série (por meio de publicação de anúncio nos termos da Cláusula 6.30 abaixo ou de comunicação individual a todos os Debenturistas da Segunda Série, com cópia ao Agente Fiduciário), ao Agente Fiduciário, ao Banco Liquidante e Escriturador e à B3, de, no mínimo, 3 (três) Dias Úteis da data do evento, amortizações extraordinárias sobre o Valor Nominal Unitário ou o saldo do Valor Nominal Unitário, conforme o caso, da totalidade das Debentures da Segunda Série, limitada a 98% (noventa e oito por cento) do saldo do Valor Nominal Unitário das Debentures da Segunda Série, correspondente à parcela a ser amortizada do Valor Nominal Unitário ou do saldo do Valor Nominal Unitário, conforme o caso, das Debentures da Segunda Série, acrescida da Remuneração da Segunda Série proporcional ao valor da parcela a ser amortizada do Valor Nominal Unitário ou do saldo do Valor Nominal Unitário, conforme o caso, das Debentures da Segunda Série, calculada *pro rata temporis*, desde a Primeira Data de Integralização das Debentures da Segunda Série, ou a data de pagamento da Remuneração da Segunda Série imediatamente anterior, conforme o caso, até a data do efetivo pagamento, acrescido de prêmio, incidente sobre o valor da amortização extraordinária descrito acima (observado que, caso a amortização extraordinária facultativa aconteça em qualquer data de pagamento da Remuneração da Segunda Série ou do Valor Nominal Unitário ou do saldo do Valor Nominal Unitário, conforme o caso, das Debentures da Segunda Série, deverão ser desconsiderados os valores pagos em tais datas, devendo o prêmio incidir sobre a parcela do saldo do Valor Nominal Unitário objeto da amortização extraordinária), correspondente a 0,50% (cinquenta centésimos por cento) ao ano pelo prazo médio remanescente, (...)”

Em relação aos SLBs analisados, foram identificadas estruturas distintas em relação à possibilidade de a companhia emissora determinar a amortização extraordinária dos títulos, conforme segue:

Tabela 16 – Autorização para realização de amortizações extraordinárias facultativas nos SLBs analisados

Emissora	Amortização Extraordinária Facultativa
Allonda Ambiental Participações S.A.	Não permitido
Bemol S.A.	Não Permitido
Cálamo Distribuidora de Produtos de Beleza S.A.	Não Permitido
Elea Digital Infraestrutura e Redes de Telecomunicações S.A.	Permitido (a qualquer momento a partir da data de emissão, e a exclusivo critério da companhia emissora)
Energisa S.A.	Não permitido
Eurofarma Laboratórios S.A.	Permitido (a partir de 18 de fevereiro de 2024, a exclusivo critério da companhia)

	emissora)
Fleury S.A.	Não Permitido
Raízen Energia S.A.	Não Permitido
	Permitido
Rumo Malha Paulista S.A.	(a partir de 15 de junho de 2024, para a primeira série e desde que tenha transcorrido o prazo médio ponderado dos pagamentos transcorridos entre a data de emissão e a data da amortização extraordinária facultativa superior a 4 anos, para as debentures da segunda série, ambas a exclusivo critério da companhia emissora)
	Permitido
Sul América S.A.	(a partir de 8 de novembro de 2024, para a primeira série e a partir de 8 de novembro de 2025, para as debêntures da segunda série, ambas a exclusivo critério da companhia emissora)
	Permitido
Telefônica Brasil S.A.	(a partir de 12 de julho de 2023 para as debentures da primeira série e de 12 de julho de 2024, para as debêntures da segunda série, ambas a exclusivo critério da companhia emissora)
	Permitido
TIM S.A.	Não Permitido
	Permitido
Via Varejo S.A.	(a partir de 30 de outubro de 2022, para as debentures da primeira série e a partir de 30 de abril de 2023, para as debentures da segunda série, ambas a exclusivo critério da companhia emissora)
	Permitido
Votorantim Cimentos S.A.	(a partir de 05 de outubro de 2022, a exclusivo critério da companhia emissora)

Fonte: Elaboração própria com base nos dados das escrituras de emissão extraídas da base de dados da ANBIMA Data

Conforme disposto na Tabela 16, dos 14 títulos avaliados, sete possuem previsão expressa autorizando a realização de amortizações extraordinárias facultativas e sete não permitem essa possibilidade. Dentre as sete que contém a autorização, uma estabelece que a companhia emissora poderá realizar a amortização extraordinária facultativa a qualquer momento a partir da data de emissão, sendo que as outras seis estabelecem datas específicas a partir das quais estaria autorizada a sua realização.

Tanto no caso do resgate antecipado facultativo quando da amortização extraordinária facultativa, verifica-se o deslocamento do pagamento de montantes que originalmente seriam pagos em momento posterior caso o respectivo título perdurasse até o encerramento da sua vigência, sem que nenhuma destas opções fosse executada, para o momento de exercício do respectivo direito. Nesse sentido, em ambos os casos, é possível verificar impactos diretos na remuneração do título, tanto no aspecto temporal quanto nos respectivos montantes devidos enquanto remuneração aos debenturistas e custo da dívida à companhia emissora,

considerando as taxas e valores aplicáveis aos pagamentos decorrentes da aceleração da dívida.

Levando em consideração a dinâmica prevista nos títulos acerca da sobretaxa aplicável no cálculo dos montantes a serem pagos em caso de materialização das hipóteses analisadas, as previsões contratuais dos SLBs avaliados apresentam variações relevantes no que diz respeito à consideração dos efeitos nas taxas de remuneração em vista de metas que ainda não tenham sido aferidas. Foram verificadas estruturas que (i) expressamente estabelecem o adiantamento do impacto das metas ainda não aferidas e (ii) só consideram os impactos de metas já aferidas, ignorando àquelas que não tenham sido, conforme dispostas na Tabela 17, a seguir.

Tabela 17 – Impactos do (não) atingimento das metas e objetivos de sustentabilidade nos montantes devidos pelo resgate antecipado facultativo e amortização extraordinária facultativa nos SLBs analisados

Emissora	Impactos do (não) atingimento das metas e objetivos de sustentabilidade no montante devido pelo resgate antecipado facultativo	Impactos do (não) atingimento das metas e objetivos de sustentabilidade no montante devido pela amortização extraordinária facultativa
Allonda Ambiental Participações S.A.	Não é permitido o resgate antecipado facultativo nesta emissão	Não é permitida a amortização extraordinária nesta emissão
	Indireta	
Bemol S.A.	(a sobretaxa ajustada somente é capturada pela redação da cláusula caso o resgate antecipado ocorra em momento posterior à aferição do (não) atingimento do SKPI)	Não é permitida a amortização extraordinária nesta emissão
Cálamo Distribuidora de Produtos de Beleza S.A.	Não é permitido o resgate antecipado facultativo nesta emissão	Não é permitida a amortização extraordinária nesta emissão
	Previsão Expressa	Previsão Expressa
Elea Digital Infraestrutura e Redes de Telecomunicações S.A.	(o montante devido pelo resgate antecipado é calculado levando em consideração o (não) atingimento dos KPIs ou a ausência de entrega do relatório de metas, com a possibilidade de a companhia emissora entregar antecipadamente o relatório de verificação para anular o efeito da não mensuração, caso efetivado o resgate em momento anterior ao previsto para a mensuração)	(o montante devido pela amortização extraordinária é calculado levando em consideração o (não) atingimento dos KPIs ou a ausência de entrega do relatório de metas, com a possibilidade de a companhia emissora entregar antecipadamente o relatório de verificação para anular o efeito da não mensuração, caso efetivado o resgate em momento anterior ao previsto para a mensuração)
Energisa S.A.	Não é permitido o resgate antecipado facultativo nesta emissão	Não é permitida a amortização extraordinária nesta emissão

Emissora	Impactos do (não) atingimento das metas e objetivos de sustentabilidade no montante devido pelo resgate antecipado facultativo	Impactos do (não) atingimento das metas e objetivos de sustentabilidade no montante devido pela amortização extraordinária facultativa
	Previsão Expressa	Previsão Expressa
Eurofarma Laboratórios S.A.	(o montante devido pelo resgate antecipado é calculado levando em consideração o potencial (não) atingimento dos KPIs até data do exercício do direito pela companhia emissora)	(o montante devido pela amortização extraordinária é calculado levando em consideração o potencial (não) atingimento dos KPIs até data do exercício do direito pela companhia emissora)
	Previsão Expressa	
Fleury S.A.	(o montante devido pelo resgate antecipado é calculado levando em consideração o potencial (não) atingimento dos KPIs até data do exercício do direito pela companhia emissora)	Não é permitida a amortização extraordinária nesta emissão
	Indireta	
Raízen Energia S.A.	(a sobretaxa ajustada somente é capturada pela redação da cláusula caso o resgate antecipado ocorra em momento posterior à aferição do (não) atingimento do SKPI)	Não é permitida a amortização extraordinária nesta emissão
	Indireta	Indireta
Rumo Malha Paulista S.A.	(a sobretaxa ajustada somente é capturada pela redação da cláusula caso o resgate antecipado ocorra em momento posterior à aferição do (não) atingimento do SKPI)	(a sobretaxa ajustada somente é capturada pela redação da cláusula caso a amortização extraordinária ocorra em momento posterior à aferição do (não) atingimento do SKPI)
	Indireta	Indireta
Sul América S.A.	(a sobretaxa ajustada somente é capturada pela redação da cláusula caso o resgate antecipado ocorra em momento posterior à aferição do (não) atingimento do SKPI)	(a sobretaxa ajustada somente é capturada pela redação da cláusula caso a amortização extraordinária ocorra em momento posterior à aferição do (não) atingimento do SKPI)
	Previsão Expressa	Previsão Expressa
Telefônica Brasil S.A.	(o prêmio do resgate antecipado é calculado levando em consideração o (não) atingimento dos KPIs ou a ausência de entrega do relatório de metas, com a possibilidade de a companhia emissora entregar antecipadamente o relatório de verificação para anular o efeito da não mensuração, caso efetivado o resgate em momento anterior ao previsto para a mensuração)	(o prêmio da amortização extraordinária é calculado levando em consideração o (não) atingimento dos KPIs ou a ausência de entrega do relatório de metas, com a possibilidade de a companhia emissora entregar antecipadamente o relatório de verificação para anular o efeito da não mensuração, caso efetivado o resgate em momento anterior ao previsto para a mensuração)
TIM S.A.	Não é permitido o resgate antecipado facultativo nesta emissão	Não é permitida a amortização extraordinária nesta emissão
	Previsão Expressa	Previsão Expressa
Via Varejo S.A.	(o montante devido pelo resgate antecipado é calculado levando em consideração o potencial (não) atingimento dos KPIs até data	(o prêmio da amortização extraordinária é calculado levando em consideração o potencial (não) atingimento dos KPIs até

Emissora	Impactos do (não) atingimento das metas e objetivos de sustentabilidade no montante devido pelo resgate antecipado facultativo	Impactos do (não) atingimento das metas e objetivos de sustentabilidade no montante devido pela amortização extraordinária facultativa
	do exercício do direito pela companhia emissora)	data do exercício do direito pela companhia emissora)
	Previsão Expressa	Previsão Expressa
Votorantim Cimentos S.A.	(o montante devido pelo resgate antecipado é calculado levando em consideração o potencial (não) atingimento dos KPIs até data do exercício do direito pela companhia emissora)	(o montante devido pela amortização extraordinária é calculado levando em consideração o potencial (não) atingimento dos KPIs até data do exercício do direito pela companhia emissora)

Fonte: Elaboração própria com base nos dados das escrituras de emissão extraídas da base de dados da ANBIMA Data

Dentre as dez escrituras que possuem previsão expressa autorizando a realização de resgates antecipados facultativos, seis determinam expressamente a consideração de possíveis alterações na taxa de remuneração utilizada para calcular o montante devido pela emissora, em função de KPIs ainda não aferidos até a data de exercício dessa prerrogativa. Vale destacar que, em duas dessas seis escrituras, há previsão expressa permitindo à emissora antecipar a entrega do relatório de aferição, de modo a mitigar o efeito da ausência de mensuração dos KPIs, caso tenha cumprido a meta estabelecida de forma antecipada.

Em relação às hipóteses de amortização extraordinária, dentre as sete escrituras que expressamente autorizam a sua realização, cinco determinam a consideração do possível (não) atingimento dos KPIs até a data do exercício do direito pela companhia emissora, mesmo que esses indicadores ainda não tenham sido aferidos. Em duas dessas cinco escrituras, há previsão permitindo à emissora antecipar a entrega do relatório de aferição, de modo a mitigar os efeitos da ausência de mensuração, caso tenha cumprido a meta estabelecida de forma antecipada.

Embora as escrituras contratualmente estruturadas sem a previsão de consideração, ou com consideração indireta, dos impactos decorrentes do (não) atingimento das metas e objetivos de sustentabilidade possam ser observadas em emissões que utilizam qualquer um dos mecanismos de variação de sobretaxa descritos no Capítulo 3.3.1, os efeitos sobre os debenturistas e a companhia emissora variam de acordo com o mecanismo adotado. Esses impactos são discutidos com maior profundidade e detalhamento no Capítulo 3.3.4 **Erro! Fonte de referência não encontrada..**

3.3.3 Impactos remuneratórios nas hipóteses de vencimento antecipado.

Enquanto o resgate antecipado facultativo e a amortização extraordinária facultativa configuram direitos exclusivos da emissora, as hipóteses de vencimento antecipado estabelecem circunstâncias que, uma vez concretizadas, impõem sanções à emissora, acarretando a antecipação do vencimento da dívida, o que obriga o pagamento integral do principal e acessórios. Em certas situações, tal obrigação pode ser acrescida de penalidades específicas. Diferentemente das prerrogativas conferidas à emissora, a declaração do vencimento antecipado é atribuição exclusiva do agente fiduciário, que, na qualidade de representante da comunhão dos debenturistas, exerce tal função com o propósito de salvaguardar seus direitos e interesses, notadamente diante de eventuais inadimplementos da emissora, conforme delineado na respectiva escritura de emissão⁵³.

À título de exemplo, o SLB emitido pela Cálamo Distribuidora de Produtos de Beleza S.A. prevê o seguinte em relação à decretação de vencimento antecipado pelo agente fiduciário:

“Sujeito ao disposto nas Cláusulas 6.28.1 a 6.28.7 abaixo, o Agente Fiduciário deverá considerar antecipadamente vencidas as obrigações decorrentes das Debêntures, e exigir o imediato pagamento, pela Companhia e pela Fiadora, do saldo do Valor Nominal Unitário das Debêntures, acrescido da Remuneração, calculada *pro rata temporis*, desde a Primeira Data de Integralização ou a data de pagamento da Remuneração imediatamente anterior, conforme o caso, até a data do efetivo pagamento, sem prejuízo, quando for o caso, dos Encargos Moratórios, na ciência da ocorrência de qualquer dos eventos previstos nas Cláusulas 6.28.1 abaixo e 6.28.2 abaixo”

Para fins de contextualização da descrição dos dados que será apresentada a seguir, depreende-se do exemplo disposto acima que: (i) cabe ao agente fiduciário decretar o vencimento antecipado, (ii) com a decretação do vencimento antecipado, fica obrigada a companhia emissora a pagar o principal e os acessórios do título em questão, neste caso materializado no saldo do valor nominal unitário das debêntures acrescido da sua remuneração e (iii) os eventos ensejadores da hipótese de vencimento antecipado são determinados em cláusulas específicas da escritura, geralmente variando entre hipóteses que

⁵³ Lei 6.404/1976: “Art. 68. O agente fiduciário representa, nos termos desta Lei e da escritura de emissão, a comunhão dos debenturistas perante a companhia emissora. § 3º O agente fiduciário pode usar de qualquer ação para proteger direitos ou defender interesses dos debenturistas, sendo-lhe especialmente facultado, no caso de inadimplemento da companhia: a) declarar, observadas as condições da escritura de emissão, antecipadamente vencidas as debêntures e cobrar o seu principal e acessórios”

ensejam o vencimento antecipado automático do título e hipóteses que podem ensejar o vencimento antecipado, se assim for decidido em assembleia pelos debenturistas.

Sendo assim, além da avaliação acerca da eventual determinação do descumprimento das metas e objetivos de sustentabilidade enquanto potenciais hipóteses determinadoras de vencimento antecipado, mostra-se relevante avaliar se os montantes a serem pagos na eventual decretação de um evento de vencimento antecipado consideram ou não a majoração da sobretaxa aplicável à remuneração por eventos futuros ainda não aferidos. Levando em conta as preocupações destacadas, a análise dos SLBs identificou o seguinte em relação à potencial previsão do descumprimento das metas e objetivos de sustentabilidade como ensejadoras de vencimento antecipado e da consideração dos impactos do (não) atingimento das metas e objetivos de sustentabilidade nos valores a serem pagos pela companhia emissora no caso de decretação de vencimento antecipado do título:

Tabela 18 – Não atingimento das metas e objetivos de sustentabilidade enquanto causa de vencimento antecipado dos títulos e impactos do (não) atingimento no montante a ser pago nas hipóteses de decretação do vencimento antecipado

Emissora	Previsão do não atingimento das metas e objetivos de sustentabilidade enquanto causa de vencimento antecipado dos títulos	Impactos do (não) atingimento no montante a ser pago nas hipóteses gerais de decretação do vencimento antecipado dos títulos
Allonda Ambiental Participações S.A.	Não há menção dentre as hipóteses de vencimento antecipado (não há exclusão expressa)	Indireta (a sobretaxa ajustada somente é capturada caso a decretação de vencimento antecipado ocorra em momento posterior à aferição do (não) atingimento do KPI)
Bemol S.A.	Exclusão Expressa	Indireta (a sobretaxa ajustada somente é capturada caso a decretação de vencimento antecipado ocorra em momento posterior à aferição do (não) atingimento do KPI)
Cálamo Distribuidora de Produtos de Beleza S.A.	Exclusão Expressa	Indireta (a sobretaxa ajustada somente é capturada caso a decretação de vencimento antecipado ocorra em momento posterior à aferição do (não) atingimento do KPI)
Elea Digital Infraestrutura e Redes de Telecomunicações S.A.	Exclusão Expressa	Indireta (a sobretaxa ajustada somente é capturada caso a decretação de vencimento antecipado ocorra em momento posterior à aferição do (não) atingimento do KPI)
Energisa S.A.	Exclusão Expressa	Indireta (a sobretaxa ajustada somente é capturada caso a decretação de vencimento antecipado ocorra em momento posterior à aferição do (não) atingimento do KPI)
Eurofarma Laboratórios S.A.	Exclusão Expressa	Indireta (a sobretaxa ajustada somente é capturada caso a decretação de vencimento antecipado ocorra em momento posterior à aferição do (não) atingimento do KPI)

Emissora	Previsão do não atingimento das metas e objetivos de sustentabilidade enquanto causa de vencimento antecipado dos títulos	Impactos do (não) atingimento no montante a ser pago nas hipóteses gerais de decretação do vencimento antecipado dos títulos do KPI)
Fleury S.A.	Exclusão Expressa	Indireta (a sobretaxa ajustada somente é capturada caso a decretação de vencimento antecipado ocorra em momento posterior à aferição do (não) atingimento do KPI)
Raízen Energia S.A.	Não há menção dentre as hipóteses de vencimento antecipado (não há exclusão expressa)	Indireta (a sobretaxa ajustada somente é capturada caso a decretação de vencimento antecipado ocorra em momento posterior à aferição do (não) atingimento do KPI)
Rumo Malha Paulista S.A.	Exclusão Expressa	Indireta (a sobretaxa ajustada somente é capturada caso a decretação de vencimento antecipado ocorra em momento posterior à aferição do (não) atingimento do KPI)
Sul América S.A.	Não há menção dentre as hipóteses de vencimento antecipado (não há exclusão expressa)	Indireta (a sobretaxa ajustada somente é capturada caso a decretação de vencimento antecipado ocorra em momento posterior à aferição do (não) atingimento do KPI)
Telefônica Brasil S.A.	Exclusão Expressa	Indireta (a sobretaxa ajustada somente é capturada caso a decretação de vencimento antecipado ocorra em momento posterior à aferição do (não) atingimento do KPI)
TIM S.A.	Exclusão Expressa	Indireta (a sobretaxa ajustada somente é capturada caso a decretação de vencimento antecipado ocorra em momento posterior à aferição do (não) atingimento do KPI)
Via Varejo S.A.	Exclusão Expressa	Indireta (a sobretaxa ajustada somente é capturada caso a decretação de vencimento antecipado ocorra em momento posterior à aferição do (não) atingimento do KPI)
Votorantim Cimentos S.A.	Não há menção dentre as hipóteses de vencimento antecipado (não há exclusão expressa)	Indireta (a sobretaxa ajustada somente é capturada caso a decretação de vencimento antecipado ocorra em momento posterior à aferição do (não) atingimento do KPI)

Fonte: Elaboração própria com base nos dados das escrituras de emissão extraídas da base de dados da ANBIMA Data

Com base na avaliação dos dados e informações estabelecidos no âmbito da Tabela 18, verifica-se que (i) em nenhuma das escrituras dos SLBs avaliados o descumprimento das metas e objetivos de sustentabilidade compõem as hipóteses que autorizam a decretação do vencimento antecipado dos títulos e (ii) inexistem nas escrituras dos títulos avaliados a previsão de consideração dos efeitos das metas e objetivos de sustentabilidade ainda não aferidos para composição da remuneração devida pela companhia emissora ao debenturista no caso de decretação de vencimento antecipado.

3.3.4 Análise exploratória dos direitos e obrigações identificados à luz dos SLBPs e implicações contratuais sob a perspectiva das partes contratantes.

- a. Efeitos da desconsideração de metas e objetivos ainda não aferidos nas hipóteses de resgate antecipado facultativo, amortização extraordinária facultativa e vencimento antecipado.*

Trata-se como a pedra angular dos SLBs o fato de que as características financeiras e/ou estruturais desses títulos podem variar a depender se um KPI específico atingiu ou não um SPT pré-definido dentro do período determinado para tanto (ICMA, 2024b). Os SLBPs estabelecem, de forma diversa de outros pontos que são recomendáveis, que a definição dos KPI(s) e SPT(s) (incluindo as metodologias de cálculo) e a potencial variação das características financeiras e/ou estruturais do SLB são um elemento necessário da documentação do título (ICMA, 2024b). É a variação das características dos títulos que estabelece as bonificações e/ou penalizações específicas com base no resultado da aferição do cumprimento das metas e objetivos de sustentabilidade estabelecidos.

Conforme a análise dos mecanismos de variação de sobretaxa dos títulos baseada na aferição do cumprimento das metas e objetivos de sustentabilidade revelou, o aumento da sobretaxa de remuneração do título por não atingimento das metas e objetivos de sustentabilidade é inculpido no título como uma penalização à companhia emissora, que deverá arcar com a majoração da taxa de remuneração do título. Já a redução da sobretaxa de remuneração do título por atingimento das metas e objetivos de sustentabilidade é inculpada no título como uma forma de prêmio ao emissor, que estará sujeito ao pagamento de uma taxa de remuneração reduzida em relação à inicialmente estabelecida na escritura. Sob a perspectiva do debenturista, o não atingimento pela companhia emissora implica no recebimento de remuneração majorada, enquanto o atingimento implica na redução da remuneração a ser recebida, sendo ambas formas de compensação financeira (ainda que parciais) pelo resultado da aferição das metas e objetivos de sustentabilidade pela emissora.

As hipóteses de resgate antecipado facultativo, amortização extraordinária facultativa e vencimento antecipado das debêntures acarretam a cessação antecipada de sua vigência contratual, resultando na aceleração do vencimento da dívida. Nesses casos, todos os

montantes devidos a título de principal e remuneração futura são descontados a valor presente, com a consequente exigibilidade imediata por parte da emissora. O cálculo do valor presente desses fluxos de caixa futuros incorpora, entre outros elementos relevantes, a taxa de remuneração vigente aplicável à debênture, sendo este um dos principais fatores que impactam o montante final a ser desembolsado pela emissora. A taxa de remuneração, portanto, desempenha um papel crucial no dimensionamento das obrigações financeiras, refletindo a compensação devida pela antecipação do fluxo de pagamento originalmente pactuado.

A ocorrência de eventos como o resgate antecipado facultativo, amortização extraordinária facultativa ou vencimento antecipado das debêntures pode gerar impactos financeiros para ambas as partes envolvidas, principalmente quando as metas e objetivos de sustentabilidade ainda não foram aferidos. Nesses casos, desconsiderar os efeitos remuneratórios relacionados ao atingimento ou não dessas metas pode trazer consequências variadas para a companhia emissora e os debenturistas, conforme exposto na Tabela 19. Para a companhia emissora, em cenários onde as metas de sustentabilidade foram atingidas, mas não aferidas, a sobretaxa aplicada pode gerar custos desnecessários, penalizando-a com uma remuneração majorada mesmo que ela tenha cumprido as metas e objetivos. Por outro lado, se as metas não foram atingidas e ainda não aferidas, a emissora pode se beneficiar de uma remuneração reduzida, mesmo sem cumprir seus objetivos de sustentabilidade.

Do ponto de vista dos debenturistas, essa desconsideração pode impactar de forma oposta. Quando as metas de sustentabilidade foram atingidas, mas ainda não aferidas, eles podem se beneficiar de uma remuneração majorada, o que não seria justificado. No entanto, se a companhia não atingir as metas, os debenturistas podem ser prejudicados por receber uma remuneração reduzida sem a devida compensação por esse descumprimento. Esses efeitos são potencializados pelos mecanismos de variação da sobretaxa, sejam eles de aumento, redução ou flutuação, conforme a dinâmica dos cenários estabelecidos. Assim, a antecipação da dívida, sem a devida consideração das metas de sustentabilidade, pode ensejar implicações financeiras significativas para ambas as partes.

Os impactos específicos sobre as partes decorrentes da aceleração da dívida podem ser analisados de forma consolidada na Tabela 19, apresentada a seguir. Esses impactos estão individualizados em dois cenários: (i) quando há objetivos e metas de sustentabilidade que foram alcançados, porém ainda não aferidos, e (ii) quando os objetivos e metas não foram atingidos, tampouco submetidos à devida aferição.

Tabela 19 – Impactos da desconsideração dos efeitos remuneratórios das metas e objetivos de sustentabilidade não aferidas no momento de aceleração da dívida

Mecanismo de Variação da Sobretaxa	Parte	Cenário A	Cenário B
		(objetivos e metas de sustentabilidade atingidos, mas não aferidos)	(objetivos e metas de sustentabilidade não atingidos e não aferidos)
Sobretaxa +	Companhia Emissora	Não há impacto negativo à companhia emissora, uma vez que a sobretaxa de remuneração estará normalizada	Beneficiada por arcar com sobretaxa de remuneração reduzida mesmo não tendo atingido as metas e objetivos de sustentabilidade
	Debenturistas	Não há impacto negativo aos debenturistas, uma vez que a sobretaxa de remuneração estará normalizada	Prejudicados por receber sobretaxa de remuneração reduzida mesmo não tendo a emissora atingido as metas e objetivos de sustentabilidade
Sobretaxa -	Companhia Emissora	Prejudicada por arcar com sobretaxa majorada mesmo tendo atingido os objetivos e metas de sustentabilidade	Não há impacto negativo à companhia emissora, uma vez que a sobretaxa estará normalizada
	Debenturista	Beneficiada por sobretaxa de remuneração majorada mesmo tendo a emissora atingido as metas e objetivos de sustentabilidade	Não há impacto negativo aos debenturistas, uma vez que a sobretaxa estará normalizada
Sobretaxa Flutuante	Companhia Emissora	Caso a sobretaxa de remuneração não possa ser reduzida, não há impacto negativo à companhia emissora	Caso a sobretaxa de remuneração não possa ser majorada, não há impacto negativo à companhia emissora
		Caso a sobretaxa de remuneração possa ser potencialmente reduzida, prejudicada por arcar com sobretaxa majorada mesmo tendo atingido os objetivos e metas de sustentabilidade	Caso a sobretaxa de remuneração possa ser majorada, beneficiada por arcar com sobretaxa de remuneração reduzida mesmo não tendo atingido as metas e objetivos de sustentabilidade
	Debenturista	Caso a sobretaxa de remuneração não possa ser reduzida, não há beneficiamento dos debenturistas	Caso a sobretaxa de remuneração não possa ser majorada, não há impacto negativo aos debenturistas
		Caso a sobretaxa de remuneração possa ser potencialmente reduzida, beneficiados por sobretaxa de remuneração majorada mesmo tendo a emissora atingido as metas e objetivos de sustentabilidade	Caso a sobretaxa de remuneração possa ser majorada, prejudicados por receber sobretaxa de remuneração reduzida mesmo não tendo a emissora atingido as metas e objetivos de sustentabilidade

Fonte: Elaboração própria

Diante dessas potenciais implicações, as recomendações dos SLBPs estabelecem que, em títulos resgatáveis, as escrituras devem conter informações detalhadas sobre as consequências da variação do cupom, incluindo o preço de resgate ou amortização aplicável caso o SPT não seja aferido ou não seja alcançado, bem como as datas de resgate opcionais

(ICMA, 2024b). Nesse contexto, observa-se o desalinhamento de certas estruturas contratuais em relação às diretrizes dos SLBPs, uma vez que não contemplam regras claras para o tratamento das implicações nas taxas de remuneração em cenários de aceleração da dívida, o que pode ensejar a materialização das consequências adversas descritas aos direitos das partes contratantes.

Conforme exposto, nas escrituras que adotam os mecanismos de Sobretaxa + e Sobretaxa Flutuante (neste caso, considerando o cenário específico ilustrado na Tabela 19), a previsão contratual torna-se ainda mais relevante, uma vez que a companhia emissora, beneficiária da respectiva desconsideração, detém a prerrogativa de decidir sobre o exercício dos direitos que a autorizam nos casos de resgate antecipado facultativo e amortização extraordinária facultativa. Mesmo nas hipóteses de vencimento antecipado, em que a companhia emissora é a responsável pelo encerramento prematuro do título em razão do inadimplemento de uma obrigação, esta ainda poderia, potencialmente, se beneficiar de uma taxa remuneratória inferior àquela aplicável em um cenário no qual fossem consideradas as majorações decorrentes de eventos não aferidos.

Dessa forma, tais estruturas tem a potencialidade de acarretar implicações significativas aos direitos das partes envolvidas, uma vez que, em uma análise estritamente financeira, pode se revelar mais vantajoso para a companhia emissora de um título com essas características exercer um dos direitos mencionados, ou provocar um evento de vencimento antecipado, ao invés de se submeter às majorações da sobretaxa aplicável à remuneração em decorrência do descumprimento das metas e objetivos de sustentabilidade. Caso essa hipótese se concretize, os debenturistas enfrentariam uma dupla penalização no contexto da relação contratual, tendo em vista a lógica de variação da sobretaxa em função da aferição das metas e objetivos de sustentabilidade. Tal penalização ocorreria tanto pelo recebimento de uma remuneração inferior em comparação ao cenário de manutenção ordinária da vigência do título, quanto pela não concretização das metas e objetivos de sustentabilidade estabelecidos na escritura.

Por outro lado, em emissões estruturadas com mecanismos de variação da sobretaxa de remuneração nos modelos Sobretaxa -, e Sobretaxa Flutuante (neste caso, considerando cenário específico conforme demonstrado na Tabela 19), a desconsideração de metas e objetivos ainda não aferidos no cálculo da remuneração devida em hipótese de aceleração da dívida pode implicar em penalização à companhia emissora. A penalização ocorreria em razão de que, ainda que a mesma tenha atingido as metas e objetivos de sustentabilidade no

momento da execução dos direitos ou decretação do vencimento antecipado, não usufruiria da redução da taxa de remuneração, sendo o cálculo do valor presente baseado na taxa original do título, o que mimetizaria os efeitos da consideração de descumprimento das metas e objetivos ao longo de toda a sua vigência.

Quando tratadas as hipóteses de exercício dos direitos de resgate antecipado e amortização extraordinária, é relevante destacar que a companhia detém o controle sobre os seus potenciais efeitos. Por ser uma prerrogativa exclusivamente atribuível à emissora, é sua a decisão sobre o melhor momento de exercê-la, podendo avaliar se financeiramente faz sentido exercer tais direitos em um cenário que já tenha alcançado uma determinada meta ou objetivo estabelecido na escritura, mas que a respectiva data de aferição ainda não tenha se materializado. Sendo assim, nesses casos, a prerrogativa do exercício de tais direitos, por si só, é um fator de mitigação parcial das implicações verificadas para a emissora e um agravante para os debenturistas.

Considerando estas hipóteses, a ICMA (2024a) recomenda que as emissões garantam que a estrutura de qualquer SLB exija que o desempenho em relação a pelo menos um SPT seja avaliado antes de o título se tornar resgatável. Quando houver uma data antecipada de resgate, e a avaliação em relação a um SPT for impraticável, como em datas iniciais curtas que possam dificultar o estabelecimento de metas públicas ambiciosas, espera-se que o preço de resgate reflita a suposição de que o SPT não foi atingido (ICMA, 2024a). Por isso, recomenda-se que os emissores estabeleçam a data de observação da meta/data de pagamento de penalidade antes da data de resgate (ICMA, 2024a). Destaca-se, nesse sentido, a verificação de desalinhamento das estruturas identificadas em que (i) o exercício das hipóteses de aceleração da dívida possa ser efetivado a qualquer momento ou antes da mensuração de performance em relação a pelo menos um SPT seja realizada e, cumulativamente, (ii) que sejam desconsiderados os efeitos das metas e objetivos não aferidos no cálculo do montante devido no contexto de aceleração da dívida.

Já no contexto do vencimento antecipado, verifica-se que as implicações causadas nos cenários avaliados não encontram o mesmo fator de mitigação, tendo em vista que a materialização desta hipótese não é uma prerrogativa sob o controle unilateral da companhia emissora, mas sim um instrumento de proteção dos debenturistas, representados em comunhão pelo agente fiduciário. Sendo assim, ainda que já tenha cumprido objetivos e metas de sustentabilidade estabelecidos na escritura da emissão, caso o vencimento antecipado seja decretado em momento anterior à data estabelecida para a sua aferição, a companhia estará

sujeita ao pagamento da taxa remuneratória original estabelecida no instrumento. Neste cenário, a companhia emissora sofre dupla penalização, a aceleração do vencimento da sua dívida (de forma devida, considerando ter dado causa para tanto) e majoração da taxa remuneratória a ser paga (potencialmente injustificada, caso já tenha cumprido as metas e objetivos), desconsiderando o atingimento das metas e objetivos de sustentabilidade. Por outro lado, caso a emissora esteja em descumprimento e este fato ainda não tenha sido aferido no momento de decretação da hipótese de vencimento antecipado em estruturas com mecanismo Sobretaxa + ou Sobretaxa Flutuante (neste caso, se a sobretaxa puder ser majorada), o exercício do direito pelos debenturistas implica em recebimento de remuneração reduzida devido à desconsideração mencionada.

A análise das diferentes redações contratuais das escrituras analisadas permitiu identificar melhores práticas com potencial solução à questão – abrangendo todas as hipóteses de implicação identificadas neste capítulo. Enquanto exemplo a partir do qual é possível melhor compreender esta solução, a estrutura do clausulado adotada na emissão da Elea Digital Infraestrutura e Redes de Telecomunicações S.A. garante a possibilidade de a companhia emissora entregar antecipadamente o respectivo relatório de verificação do atingimento das metas e objetivos de sustentabilidade, de forma a permitir com que os benefícios de manutenção (ou não majoração) da taxa de remuneração sejam considerados no cálculo do montante a ser pago pela aceleração do vencimento do título. De forma equivalente, o cálculo previsto na escritura do título mencionado também determina que deve ser considerada a taxa majorada caso, no momento de exercício dos direitos de resgate antecipado e amortização extraordinária, a companhia emissora ainda não tenha comprovado o atingimento das metas e objetivos de sustentabilidade, resultando na aceleração da majoração da sobretaxa remuneratória e de seus efeitos. Para tornar a estrutura completa, bastaria estender essa mecânica aos casos em que fosse decretado o vencimento antecipado da dívida.

b. Estruturas unidirecionais de alteração de sobretaxa e a impossibilidade de consideração de (des)cumprimentos futuros.

No que tange aos mecanismos de alteração da sobretaxa de remuneração identificados na análise das escrituras de emissão e descritos ao longo do Capítulo 3.3,

observam-se implicações relevantes para as partes contratantes, considerando a lógica de bonificação ou penalização estabelecida nos contratos – quando considerada em conjunto com outros fatores da estrutura contratual das escrituras. Nesse contexto, nas emissões estruturadas sob a lógica de bonificação da emissora pelo cumprimento das metas e objetivos de sustentabilidade, os impactos decorrem de cenários em que é verificada a ausência de recompensas contratuais para a manutenção dos resultados previamente alcançados. Já nas missões que preveem a lógica de penalização da emissora pelo descumprimento das metas e objetivos, verificam-se cenários que determinam a falta de benefícios contratuais à emissora para a implementação de esforços adicionais visando o alcance das metas de sustentabilidade após ter sido realizada aferição com resultado negativo.

A Tabela 20, a seguir, apresenta uma síntese dos fatores de redução do estímulo contratual para manutenção ou implementação de esforços para alcançar as metas e objetivos de sustentabilidade (cenário pós-aferição), bem como fatores agravantes e mitigantes correspondentes, conforme extraídos da análise das escrituras dos SLBs avaliados no presente estudo.

Tabela 20 – Análise dos fatores de redução do estímulo contratual para manutenção ou implementação de esforços para alcançar as metas e objetivos de sustentabilidade (cenário pós-aferição)

Mecanismo	Fatores de redução do estímulo contratual para manutenção ou implementação de esforços para alcançar as metas e objetivos de sustentabilidade (cenário pós-aferição)	Fatores agravantes	Potenciais fatores de mitigação aos agravantes
Sobretaxa +	Impossibilidade de redução da sobretaxa, ainda que a companhia emissora venha a atingir os objetivos e metas de sustentabilidade em momento posterior ao evento de majoração da sobretaxa do título	Estruturas que só prevejam um evento de aferição e majoração da sobretaxa de remuneração do título ⁵⁴	Em caso de evento único de aferição, alocação temporal de forma a balancear o estímulo ao atingimento das metas e objetivos de sustentabilidade e os efeitos da penalização pelo eventual não atingimento (ICMA, 2024a)

⁵⁴ Nestes casos, após o evento de aferição, do ponto de vista estritamente financeiro, há redução do estímulo para que a companhia emissora busque o atingimento das metas e objetivos de sustentabilidade não alcançados, considerando não existir quaisquer benefícios determinados no contrato caso venha a atendê-los.

Mecanismo	Fatores de redução do estímulo contratual para manutenção ou implementação de esforços para alcançar as metas e objetivos de sustentabilidade (cenário pós-aferição)	Fatores agravantes	Potenciais fatores de mitigação aos agravantes
		Alocação do evento de aferição, ou aglutinamento dos eventos de aferição, em momento inicial do período de vigência do título	Em caso de eventos múltiplos, dispersão ao longo da vigência do título, de forma não concentrada. Em caso de evento único, aplica-se a recomendação acima.
		Estruturas que só prevejam um evento de aferição para a determinação da redução da sobretaxa de remuneração do título ⁵⁵	Em caso de evento único de aferição, alocação temporal de forma a balancear o estímulo à manutenção dos níveis das metas e objetivos de sustentabilidade atingidos e os efeitos do beneficiamento pelo atingimento
Sobretaxa -	Impossibilidade de aumento da sobretaxa ou retorno para os níveis originalmente estabelecidos na escritura, ainda que a companhia emissora venha a descumprir (ou deixar de manter) os objetivos e metas de sustentabilidade em momento posterior ao evento de redução da sobretaxa de remuneração do título	Alocação do evento de aferição, ou aglutinamento dos eventos de aferição, em momento inicial do período de vigência do título	Em caso de eventos múltiplos, distribuição ao longo da vigência do título, de forma não concentrada. Em caso de evento único de aferição, aplica-se a recomendação acima.
		Estabelecimento de metas e objetivos de sustentabilidade com componentes facilmente alcançáveis por soluções temporárias (ex. meta de uso de energia sustentável que possa ser atingida por compra de energia sustentável no mercado livre de energia)	Estabelecimento de metas e objetivos de sustentabilidade com perfil de maior durabilidade e solidez, com avaliação específica de revisores externos especializados sobre o grau de solidez das metas e objetivos de sustentabilidade selecionados

Fonte: Elaboração própria, com base nos SLBPs e nas recomendações gerais da ICMA (2024a).

Conforme evidenciado anteriormente, o mecanismo Sobretaxa + tem caráter predominantemente punitivo quando analisado sob a perspectiva da companhia emissora,

⁵⁵ Nestes casos, após o evento de aferição, do ponto de vista estritamente financeiro, há potencial redução do estímulo para que a companhia emissora busque a manutenção dos níveis considerados para o atingimento das metas e objetivos de sustentabilidade não alcançados, considerando não existir quaisquer penalizações caso esta venha a deixar de cumprir ou atender aos requisitos alcançados.

estabelecendo penalizações pelo não atingimento das metas e objetivos de sustentabilidade insculpidos na emissão que se traduzem na majoração da sobretaxa de remuneração do título. O seu caráter unidirecional, ou seja, o fato de que a sobretaxa de remuneração do título só pode ser majorada, tem a potencialidade de determinar redução dos estímulos contratuais para o atingimento das metas e objetivos de sustentabilidade pela companhia emissora após a determinação do não atingimento, a depender da forma com que estejam estruturados os eventos de aferição na respectiva escritura.

Com base nessa avaliação, e levando em consideração as estruturas de SLBs analisadas no âmbito do presente estudo, notam-se práticas contratuais capazes de mitigar parcialmente os efeitos desta distorção através (i) do estabelecimento de múltiplos eventos de aferição das metas e objetivos de sustentabilidade e (ii) da distribuição dos eventos de aferição ao longo da vigência do título. Em títulos estabelecidos com essas características, verifica-se maior potencialidade de estímulo contratual à companhia emissora para que empenhe esforços contínuos voltados ao atingimento das metas e objetivos de sustentabilidade, de modo a evitar novos eventos de majoração da sobretaxa de remuneração do título.

As escrituras estruturadas com mecanismos de Sobretaxa –, por sua vez, adotam uma lógica de beneficiamento da companhia emissora pelo cumprimento das metas e objetivos de sustentabilidade. Ao invés de impor penalidades, esses mecanismos preveem a redução do custo de remuneração do título como forma de recompensa à emissora pelo alcance das metas estabelecidas. No entanto, apesar da natureza diferenciada desse mecanismo em relação à lógica dos seus efeitos, seu caráter unidirecional igualmente pode gerar severas reduções nos incentivos contratuais da emissora, particularmente no que se refere à continuidade do cumprimento dos objetivos de sustentabilidade ao longo do tempo.

Nesse sentido, a redução (ou eliminação) dos benefícios contratuais surge do fato de que, após a constatação de cumprimento na data de aferição estipulada, a redução da sobretaxa permanece vigente até o término do título, ainda que a emissora deixe de se comprometer ou venha a descumprir as metas e objetivos previamente alcançados. Esse cenário se agrava em escrituras que (i) preveem um único evento de aferição; (ii) concentram os eventos de aferição no início da vigência do título; ou (iii) estabelecem metas de sustentabilidade que podem ser atingidas por meio de soluções temporárias.

Dada a impossibilidade de retorno à sobretaxa original, os benefícios para que a companhia mantenha os parâmetros alcançados ao longo da vigência do título podem se enfraquecer significativamente e até serem eliminados. Por exemplo, em um título hipotético que tenha como meta o aumento do uso de energia renovável em plantas industriais, e em que a composição possa incluir a energia renovável adquirida no mercado de contratação livre de energia⁵⁶, a companhia emissora poderia adquirir essa energia em um período próximo à data de aferição, atingindo os SPTs estabelecidos. Posteriormente, no entanto, a companhia poderia abandonar essa prática, sem prejuízo contratual, visto que a redução da sobretaxa já teria sido assegurada. Assim, na ausência de benefícios adicionais pela manutenção do cumprimento ou de penalidades pelo descumprimento subsequente, uma análise puramente financeira poderia levar à conclusão de que o custo de continuidade dos esforços não se justificaria frente à estrutura contratual vigente.

De forma geral, as soluções de mitigação parcial para alinhar o estímulo à manutenção do cumprimento vão de encontro ao identificado no caso das escrituras estruturadas com mecanismos Sobretaxa +, traduzindo-se (i) no estabelecimento de mais de um evento de aferição do atingimento das metas e objetivos de sustentabilidade e (ii) na dispersão dos eventos ao longo do período de vigência do título. Em adição, conforme recomendações estabelecidas, entende-se relevante a avaliação por revisores externos para determinar o grau de solidez dos objetivos e metas de sustentabilidade determinados na emissão, considerando a sua durabilidade e eventual facilidade de manipulação através de ações com alto grau de liberalidade por parte da companhia emissora (ICMA, 2024a; 2024b).

Considerando o exposto, a análise dos mecanismos de alteração da sobretaxa de remuneração em SLBs revela potenciais implicações nos benefícios contratuais para o alcance e manutenção de metas e objetivos de sustentabilidade. Os mecanismos Sobretaxa + e Sobretaxa -, estruturados de forma unidirecional, apresentam potenciais reduções significativas (ou até a completa eliminação) dos benefícios contratuais nessas situações, particularmente quando associados a eventos únicos de aferição. A implementação de eventos únicos de aferição pode ser analogamente comparada a uma fotografia instantânea do

⁵⁶Conforme a ANEEL (2022) explica: nos termos do Decreto nº 5.163, de 30 de julho de 2004, a comercialização de energia elétrica no Brasil ocorre em dois ambientes: o Ambiente de Contratação Livre (ACL) e o Ambiente de Contratação Regulada (ACR). O ACL é o segmento em que as operações de compra e venda de energia são feitas por meio de contratos bilaterais, negociados de forma livre, respeitando regras e procedimentos específicos de comercialização.

desempenho da entidade emissora em um momento específico. Esta metodologia, apesar de sua aparente simplicidade, apresenta deficiências substanciais e agrava o cenário de potenciais distorções dos títulos pois falha em capturar a trajetória completa das iniciativas de sustentabilidade da organização relacionadas às metas e objetivos de sustentabilidade durante a vigência da escritura de emissão.

Os modelos baseados nesta perspectiva permitem comportamentos estratégicos de curto prazo, nos quais uma determinada companhia concentre seus esforços apenas nos períodos próximos à data de aferição, sem necessariamente manter um compromisso contínuo com os objetivos e metas estabelecidas. Em contraposição, a implementação de múltiplos eventos de aferição das metas e objetivos de sustentabilidade proporciona uma perspectiva mais abrangente e dinâmica do desempenho da entidade emissora. Ao distribuir os eventos de aferição ao longo da vigência da escritura de emissão, cria-se um estímulo contratual contínuo para que a organização mantenha seus esforços de sustentabilidade, mitigando parcialmente o risco de adoção de práticas temporárias para o atingimento das metas.

Esta forma de estruturação contratual dos eventos de aferição permite aos investidores e demais stakeholders acompanhar a evolução da empresa em sua trajetória de sustentabilidade (ICMA, 2024a). Isso não apenas fornece uma visão mais acurada do compromisso da organização com suas metas, mas também estabelece um mecanismo de governança mais robusto. A companhia emissora é estimulada a manter um foco constante em suas metas de sustentabilidade, ciente de que seu desempenho será avaliado com regularidade e que a sua performance irá impactar a sobretaxa de remuneração em outros eventos determinados na escritura. A transição de uma abordagem de aferição única para aferições continuadas na estruturação dos SLBs, com a estruturação de KPIs e SPTs materiais e ambiciosos, não apenas pode aprimorar a eficácia destes instrumentos financeiros na promoção das metas e objetivos de sustentabilidade, mas também potencialmente aumenta sua credibilidade e atratividade para investidores comprometidos com o impacto de longo prazo (ICMA, 2024a; 2024b).

4. CONCLUSÃO

Com o intuito de trazer à luz as práticas e padrões contratuais dos SLBs no contexto nacional, e auxiliar no desenvolvimento de uma agenda de pesquisa que permita com que os padrões possam ser discutidos e aprimorados, esta pesquisa teve por objetivo a análise dos direitos e obrigações relacionados às metas e objetivos de sustentabilidade em escrituras de emissão de debêntures qualificadas como *sustainability-linked bonds* emitidas no Brasil. Considerando tratar-se de instrumento recente, a literatura acadêmica em âmbito nacional acerca dos *sustainability-linked bonds* ainda é incipiente. Mais especificamente, em relação a estudos que se proponham a investigar os termos específicos dos instrumentos contratuais que compõem esta categoria, de forma abrangente e sistematizada, pode-se dizer que, até a presente data, são virtualmente inexistentes. Também não há, no contexto da legislação brasileira, definição específica ou previsões expressas acerca dos regramentos contratuais que devam ser observados ao classificar um título como *sustainability-linked*.

Diante deste contexto, adotou-se uma abordagem predominantemente exploratória, desenvolvida em duas etapas. A primeira etapa foi realizada por meio da análise documental de 14 escrituras de emissão de debêntures qualificadas como SLBs, contendo a descrição sistematizada das previsões contratuais sobre direitos e obrigações observadas. Na segunda etapa, considerando que os *Sustainability-linked Bond Principles* (SLBPs), publicados pela *International Capital Markets Association* (ICMA), representam o conjunto pioneiro e exclusivo de princípios que estabelecem recomendações à nível global para a estruturação desses títulos, foram destacados desalinhamentos entre as previsões contratuais analisadas e as orientações previstas nesses princípios, bem como discutidas - sob a perspectiva das partes contratantes - implicações decorrentes da correlação das previsões contratuais identificadas.

A disposição dos capítulos de análise foi determinada de acordo com o agrupamento resultante da sistematização dos direitos e obrigações relacionados às metas e objetivos de sustentabilidade identificados na amostra selecionada. Com base no agrupamento, as análises foram organizadas em três eixos de previsões contratuais, tratando: (i) da definição e detalhamento das metas e objetivos de sustentabilidade; (ii) dos mecanismos de transparência e metodologias para aferição do progresso das metas e objetivos estabelecidos; e (iii) dos impactos do cumprimento ou descumprimento das metas e objetivos de sustentabilidade na estrutura de remuneração dos títulos. Como conclusão do presente estudo, a seguir estão

dispostos os principais achados e resultados das análises, para cada um dos eixos mencionados.

- a. *Conclusões das análises acerca das previsões contratuais estabelecendo a definição e o detalhamento das metas e objetivos de sustentabilidade.*

Os *Sustainability-Linked Bond Principles* apresentam os KPIs e os SPTs como componentes fundamentais na estruturação de *sustainability-linked bonds*, estabelecendo critérios que orientam a mensuração do desempenho em sustentabilidade dos emissores. A análise das escrituras de emissão de SLBs, objeto deste estudo, revela diferenças significativas no regramento contratual desses indicadores e metas, refletindo a heterogeneidade de abordagens adotadas pelos emissores. As variações observadas podem ser classificadas em três grupos: (i) definição e composição dos KPIs e SPTs; (ii) determinação das metas, linhas de base e frequência de aferição; e (iii) estabelecimento de limitações aos KPIs e SPTs, bem como de mecanismos de contingência para lidar com possíveis eventos que possam impactar a aferição das metas.

No que se refere à definição e composição dos KPIs e SPTs, constatou-se que a maioria dos indicadores e metas são apresentados em anexos das escrituras de emissão. Os anexos analisados não possuem um padrão uniforme na disposição dessas informações, que variam consideravelmente em termos de organização e detalhamento entre as escrituras analisadas. De forma prevalente nos casos analisados, as informações incluídas são insuficientes para que os investidores possam verificar a materialidade dos KPIs e o nível de ambição dos SPTs, bem como outras informações relevantes acerca da adequação dos títulos aos SLBs e eventual vinculação a outros padrões internacionais (como, por exemplo, a eventual correlação dos KPIs e SPTs selecionados com taxonomias ou índices específicos).

Além do aspecto formal, a análise dos SLBs revelou diversidade significativa tanto em relação aos temas abordados quanto no que diz respeito ao grau de especificidade dos indicadores escolhidos. Dos 14 SLBs analisados, cinco escrituras incluem indicadores relacionados à gestão de energia, seja pela promoção do uso de fontes renováveis ou pela melhoria da eficiência energética. Um título apresentou indicador referente à gestão do uso de recursos hídricos, e quatro títulos focaram em indicadores voltados para a gestão de resíduos. Três escrituras abordaram a redução de emissões de gases de efeito estufa, enquanto outras

três trataram de questões relacionadas à diversidade e inclusão, com dois desses indicadores centrados na representatividade de mulheres em posições de liderança ou na força de trabalho, e um na representatividade de pessoas negras em cargos de liderança. Quatro emissões estabeleceram como metas o alcance de certificações de sustentabilidade, incluindo as certificações Sistema B®, Great Place to Work® e Bonsucro, e três previram metas voltadas para a expansão de serviços, com foco em saúde e conectividade. Essa distribuição temática sugere uma ênfase predominante em indicadores ambientais, seguidos por questões sociais e de governança corporativa.

Além da variação de temas, a análise referente à composição dos KPIs estabelecidos nas escrituras demonstrou a predominância de emissões que contemplam a previsão de mais de um KPI. Constatou-se que: (i) uma escritura prevê a inclusão de três KPIs; (ii) nove escrituras estabelecem dois KPIs; e (iii) quatro escrituras estipulam apenas um KPI. Dessa forma, aproximadamente 71% das emissões analisadas apresentam a previsão de mais de um KPI para a aferição das metas de sustentabilidade. Dentre as escrituras que estabelecem múltiplos KPIs, observa-se uma predominância na configuração de dois KPIs por emissão. Como fator de potencial desalinhamento identificado, é notável o estabelecimento de KPIs e SPTs diretamente relacionados à área de atuação das companhias emissoras no âmbito das escrituras de emissão avaliadas. Conforme determinado nos SLBPs, deve-se ter cautela para que estes não sejam estabelecidos de acordo com os planos ordinários da companhia emissora, de forma que seriam perseguidos pela companhia com ou sem a emissão dos SLBs, por se tratar de meta ou objetivo representativo das atividades ordinárias performadas (*business as usual*).

Outro aspecto importante observado na análise diz respeito à contratação de opiniões de segunda parte (*second party opinions*). Embora a contratação de avaliações independentes no contexto da pré-emissão seja recomendada pelos SLBPs como uma prática que reforça a credibilidade das emissões de SLBs, foi constatado que apenas a emissão realizada pela Telefônica Brasil S.A. mencionava expressamente na escritura a contratação desse serviço, indicando com precisão a data de elaboração do parecer. Nas demais escrituras, não foi possível determinar, pelos termos contratuais, se esse serviço foi contratado antes da emissão dos títulos. Essa ausência de clareza é relevante, uma vez que a validação externa de metas e indicadores por empresas especializadas e independentes é considerada pelos SLBPs um elemento central para assegurar que os KPIs e SPTs estabelecidos sejam suficientemente ambiciosos e alinhados com as melhores práticas internacionais.

No que tange à definição das metas e suas respectivas linhas de base, sete das 14 emissões analisadas não especificaram claramente a linha de base a partir da qual as metas de sustentabilidade seriam aferidas, o que dificulta a avaliação do progresso real da emissora em relação aos objetivos estabelecidos. Destaca-se, nesse sentido, que em 50% das escrituras de emissão avaliadas foram determinados KPIs em relação aos quais não constam de forma expressa a sua respectiva linha de base. Em alguns casos, foi possível identificar a linha de base para apenas um dos KPIs estabelecidos, sendo que o segundo KPI carecia dessa informação. A ausência de linhas de base claras para os KPIs compromete a transparência das emissões, uma vez que impossibilita a verificação de melhorias propostas e dificulta a avaliação do nível de ambição das metas em relação à condição atual das emissoras.

Outra característica relevante identificada nas escrituras analisadas diz respeito aos aspectos temporais das verificações de atingimento das metas e objetivos de sustentabilidade. Dos 14 títulos avaliados, três preveem periodicidade de verificação anual para todos os KPIs da emissão. Em outros seis casos, as escrituras preveem pelo menos um dos KPIs com dois eventos distintos de verificação. Em outros seis casos, foram identificadas previsões de KPIs com apenas um evento de verificação. Destaca-se, nesse sentido, a prevalência de escrituras com pelo menos dois eventos de verificação distintos, seja pela combinação ou considerando os casos em que apenas um KPI é determinado na emissão.

No que se refere às limitações e mecanismos de contingência, que são dispositivos contratuais projetados para lidar com situações que possam impactar a aferição dos KPIs, a análise revelou três padrões distintos, que variam entre: (i) a inexistência de previsão contratual expressa estabelecendo os eventos limitadores dos KPIs e ensejadores de acionamento de mecanismos de contingência; (ii) previsões contratuais expressas de eventos limitadores, estruturados contratualmente com alto grau de abrangência e subjetividade e (iii) previsões contratuais que estabelecem eventos de forma específica e com baixo grau de subjetividade, restringindo o acionamento do mecanismo de contingência a situações particulares e específicas. Das 14 escrituras de emissão avaliadas, três não fazem menção expressa a tais eventos limitadores.

Em relação às 11 escrituras que contém previsões sobre os eventos potencialmente limitadores dos KPIs, duas não contém previsão expressa acerca dos mecanismos e procedimentos de contingência correspondentes. Desta forma, das 14 escrituras de emissão avaliadas, nove contém tanto a previsão específica dos eventos limitadores dos KPIs quando de seus respectivos mecanismos de contingência. Há, nesses casos, desalinhamento em

relação aos SLBPs, considerando a recomendação expressa acerca da relevância de estabelecimento dos eventos com potencial de impactar a aferição e atingimento dos KPIs e SPTs, bem como dos mecanismos de contingência e procedimentos em caso da necessidade de sua utilização.

Para além da sua dinâmica, outro ponto identificado nas escrituras analisadas diz respeito ao tratamento contratual para os casos em que os mecanismos de contingência precisem ser, de fato, implementados, em relação à necessidade de (i) comunicação aos agentes fiduciários – na qualidade de representantes dos debenturistas - acerca de eventos que ensejem o acionamento dos mecanismos de contingência e (ii) aprovação expressa por parte dos debenturistas, para que sejam determinadas as eventuais alterações necessárias aos KPIs e ajustes dos SPTs. Nesse contexto, em aproximadamente 64% das escrituras avaliadas não foi identificada previsão expressa estabelecendo a necessidade de aprovação prévia pelos debenturistas para a implementação dos mecanismos de contingência previstos nas escrituras de emissão. Foi identificada exposição contratual dos investidores neste cenário, cuja origem deriva da combinação entre o grau de autonomia da companhia emissora para decretar a materialização de um evento limitador sem necessidade de comunicação ou aprovação prévia por parte do investidor e da subjetividade com que são definidos os fatores limitantes da escritura.

b. *Conclusões das análises acerca dos mecanismos de transparência e metodologias para aferição do progresso das metas e objetivos estabelecidos.*

A análise das escrituras de emissão contempladas neste estudo revelou tendências e peculiaridades contratuais relevantes no que tange às dinâmicas e mecanismos de verificação do progresso em relação às metas e objetivos de sustentabilidade. Foram destacadas disposições contratuais observadas quanto (i) aos métodos de mensuração das metas e objetivos de sustentabilidade, bem como à escolha de verificadores externos; e (ii) à atribuição de responsabilidades e obrigações específicas aos agentes fiduciários no âmbito do monitoramento da mensuração das metas e objetivos de sustentabilidade.

Verificou-se, a partir da análise das escrituras, a predominância dos relatórios elaborados por verificadores externos como sendo o documento pelo qual serão determinadas as conclusões sobre a performance da companhia em relação às metas e objetivos de

sustentabilidade. Foram identificados quatro padrões distintos de disposição contratual quanto aos métodos de verificação determinados nas 14 escrituras avaliadas. Dez das escrituras avaliadas contém previsão estabelecendo que o relatório será diretamente elaborado pelo verificador externo, sendo que em apenas um destes casos é mencionado de forma expressa e específica, como parâmetros, o *framework* elaborado pela emissora e parecer de verificação no contexto pré-emissão.

Das quatro escrituras restantes, (i) duas estabelecem que o relatório será elaborado diretamente pela companhia emissora, devendo ser posteriormente analisado pelo avaliador externo; (ii) uma prevê o acompanhamento por relatório anual publicado pela emissora, contendo os dados de desempenho verificados por verificador externo e (iii) uma determina a emissão de relatórios integrados anuais, emitidos pela companhia emissora e revisados por um auditor específico e, caso realizada a amortização extraordinária facultativa ou resgate antecipado facultativo total, então outro auditor específico deverá produzir o relatório final de cumprimento das metas e objetivos de sustentabilidade. Em relação aos casos em que a responsabilidade primária pela elaboração dos relatórios de aferição é atribuída à própria companhia emissora, a análise das escrituras de emissão revela implicações relacionadas à transparência e governança acerca do processo e dos agentes envolvidos na sua execução.

No que diz respeito à dinâmica para definição dos verificadores externos, a estrutura predominante nas escrituras determina como prerrogativa exclusiva da companhia emissora a sua seleção, sem previsão ou possibilidade de participação dos debenturistas. Apenas duas das 14 escrituras analisadas apresentaram estruturação diversa, pela indicação expressa dos verificadores externos no corpo da escritura. Ressalvada essas hipóteses específicas, a previsão contratual geral estabelecida nas escrituras de emissão analisadas determina o apontamento do verificador externo como sendo de prerrogativa exclusiva da companhia emissora, a ser definida em momento posterior à emissão. Essa prática, somada à ausência de critérios e procedimentos específicos determinados no contrato para balizar as atividades dos verificadores externos, implica em um cenário contratual com baixa transparência aos investidores e atribuição de prerrogativas substanciais às emissoras quanto a seleção dos verificadores externos e determinação dos termos estabelecidos para a prestação do seu serviço.

Em relação aos critérios balizadores da seleção dos verificadores externos, o padrão identificado nas escrituras avaliadas é o estabelecimento de que as entidades selecionadas deverão ser especializadas e independentes. Não foram identificadas (i) especificações em

relação aos critérios elencados, conforme determinados nas escrituras e (ii) previsões contratuais estabelecendo os processos e procedimentos de condução dos trabalhos de aferição das metas e objetivos de sustentabilidade, bem como a vinculação a eventuais padrões, estatutos, regulações ou princípios a que devam estar vinculados os revisores externos na execução dos serviços contratados. Como consequência, não é possível estabelecer o que se entende por independente e/ou especializada de forma precisa. Especificamente em relação ao critério de especialização, ressalta-se a ausência de quaisquer menções específicas a certificações, padrões, ou quaisquer outras formas de vinculação a regramentos pré-estabelecidos que possam oferecer parâmetros mínimos aos investidores acerca das empresas que poderão ser selecionadas para atuar nessa função e acerca da vinculação das atividades que irão prestar.

Conforme identificado por meio da análise das escrituras, após a conclusão do processo de elaboração dos relatórios de acompanhamento, os SLBs analisados conferem ao agente fiduciário, na qualidade de representante dos debenturistas, diferentes níveis de responsabilidades e obrigações expressas e diretamente relacionadas às metas e objetivos de sustentabilidade. A partir da análise dos termos contratuais das escrituras de emissão, foram identificados sete modelos distintos de regramento contratual acerca do tema. A análise ilustra o estabelecimento de previsões contratuais genéricas, bem como caso de simples ausência de previsões, desprovidas de regramento detalhado acerca dos procedimentos para o exercício das atividades dos agentes fiduciários em relação aos direitos e obrigações vinculados aos objetivos e metas de sustentabilidade determinados nas escrituras. Considerando as suas obrigações derivadas de lei, a ausência de regramento específico, estabelecendo sua responsabilidade de forma clara, bem como os limites de sua atuação, acabam por ampliar o risco de potenciais litígios em relação às funções atribuíveis aos agentes fiduciários no contexto dos SLBs.

c. *Conclusões das análises acerca dos impactos do (des)cumprimento das metas e objetivos de sustentabilidade na estrutura de remuneração dos títulos.*

Os SLBs estabelecem como atributo central dos SLBs o fato de que as características financeiras e/ou estruturais desses títulos podem variar a depender se um KPI específico atingiu ou não um SPT pré-definido dentro do período determinado para tanto. No

âmbito dos SLBs avaliados, foram identificadas particularidades relevantes considerando cenários em que o atingimento ou não das metas e objetivos de sustentabilidade podem determinar variações (i) nas taxas remuneratórias das emissões (que podem ser majoradas e/ou reduzidas, a depender da dinâmica contratualmente prevista na emissão) e (ii) nos prêmios a serem pagos no caso de (ii.a) resgates antecipados e (ii.b) amortizações antecipadas. A análise das estruturas contratuais dos SLBs revelou que em 13 das 14 escrituras analisadas há impacto direto nas taxas remuneratórias dos títulos em decorrência da verificação do atingimento ou não dos objetivos e metas de sustentabilidade estipulados contratualmente. Os mecanismos identificados determinam lógicas distintas em relação ao tratamento dos efeitos do cumprimento ou não dos objetivos e metas de sustentabilidade no âmbito das emissões.

No caso das emissões estruturadas com mecanismos Sobretaxa +, o aumento da taxa de remuneração por não atingimento das metas e objetivos de sustentabilidade é insculpido no título como uma forma de penalização à companhia emissora, que deverá arcar com o aumento do custo da sua dívida em razão da majoração da taxa de remuneração do título. Sob a perspectiva do debenturista, implica no aumento da remuneração que lhe será paga, e é determinada como uma forma de compensação financeira (ainda que parcial) pelo não atingimento das metas e objetivos de sustentabilidade pela emissora. Já no caso das emissões estruturadas com mecanismos Sobretaxa -, a redução da sobretaxa de remuneração do título é prevista no título como uma forma de prêmio ao emissor pelo atingimento das metas e objetivos de sustentabilidade, que estará sujeito ao pagamento de uma taxa de remuneração reduzida em relação à inicialmente estabelecida na escritura ao debenturista. Neste caso, sob a perspectiva do debenturista, a aferição do atingimento da meta implica na redução da remuneração a ser recebida, compensada (ainda que parcialmente) pelo atingimento das metas e objetivos de sustentabilidade pela emissora.

Vale destacar que, tanto em relação às escrituras contratualmente estruturadas com o mecanismo Sobretaxa - quanto em relação às estruturadas com o mecanismo Sobretaxa +, a análise revelou que não é permitida a mobilidade da taxa de remuneração da escritura em direção oposta à lógica determinada pelo mecanismo. Considerando o exposto, a análise dos mecanismos de alteração da sobretaxa de remuneração em SLBs revela potenciais implicações nos benefícios contratuais para o alcance e manutenção de metas e objetivos de sustentabilidade. Os mecanismos Sobretaxa + e Sobretaxa -, estruturados de forma unidirecional, apresentam potenciais reduções significativas (ou até a completa eliminação)

dos benefícios contratuais nessas situações, particularmente quando associados a eventos únicos de aferição. A implementação de eventos únicos de aferição pode ser analogamente comparada a uma fotografia instantânea do desempenho da entidade emissora em um momento específico. Esta metodologia, apesar de sua aparente simplicidade, apresenta deficiências substanciais e agrava o cenário de potenciais distorções dos títulos pois falha em capturar a trajetória completa das iniciativas de sustentabilidade da organização relacionadas às metas e objetivos de sustentabilidade durante a vigência da escritura de emissão.

O mecanismo de Sobretaxas Flutuantes, por sua vez, agrega as duas mecânicas. Nesse sentido, determinam tanto a possibilidade de redução das taxas de remuneração dos títulos em caso de atingimento de metas e objetivos de sustentabilidade dentro de um determinado período de aferição, quanto a sua majoração, em caso do não atendimento. Ou seja, nesses casos, as variações podem ser vistas tanto sob a ótica da penalização quanto da premiação da companhia emissora, a depender do resultado da aferição. Dos 14 títulos avaliados, nove foram estruturados com o mecanismo de Sobretaxa +. Três títulos foram estruturados com o mecanismo Sobretaxa -, e apenas um com o mecanismo de Sobretaxa Flutuante. Por fim, foi verificado título em que a respectiva escritura prevê variações exclusivamente em relação aos prêmios específicos em caso de resgate antecipado e amortização extraordinária.

No que diz respeito às nove escrituras estruturadas com o mecanismo Sobretaxa +, (a) em sete casos foi identificado que a taxa de remuneração pode ser acrescida em até 0,25% caso descumpridos os KPIs, sendo que em três desses casos são determinadas mais de uma série na emissão, com variações distintas para cada série existindo (a.i) uma emissão com sobretaxa podendo variar em até 0,125% para a primeira série, 0,25% para a segunda série e 0,30% para a terceira série, (a.ii) uma emissão podendo variar até 0,125% para a primeira série e 0,25% para a segunda série e (a.iii) uma emissão com taxa de remuneração podendo variar até 0,10% para a primeira série e 0,25% para a segunda série. Em relação às demais escrituras analisadas com este modelo, foi identificado um caso com variação de até 0,40%, e um caso com variação de até 0,10% para as duas séries.

Já no que diz respeito às escrituras estruturadas com o mecanismo Sobretaxa -, foi identificada (i) uma emissão com redução máxima da sobretaxa em até 0,41%; (ii) uma emissão com redução máxima em até 0,25%, para as duas séries e (iii) uma emissão com redução máxima em até 0,25%, em série única. Por fim, em relação à escritura estruturada com o mecanismo Sobretaxa Flutuante, foi verificada a possibilidade de variação da taxa de remuneração do título em até 0,25%, tanto na hipótese de majoração quanto de redução da

taxa de remuneração aplicável. Em todos os casos, foram identificados pisos e tetos máximos para a variação da taxa de remuneração das escrituras em vista do resultado da verificação das metas e objetivos de sustentabilidade. Para além da manutenção dos pagamentos de acordo com o fluxo ordinário de vigência das debentures, foram verificados casos em que uma parte das escrituras contém hipóteses prevendo a possibilidade de resgate antecipado facultativo total e de amortização extraordinária facultativa.

Dos 14 títulos avaliados, dez possuem previsão expressa autorizando a realização de resgates antecipados facultativos e quatro não permitem essa possibilidade. Dentre as dez escrituras que contém a autorização, duas estabelecem que a companhia emissora poderá realizar o resgate antecipado facultativo a qualquer momento a partir da data de emissão, sendo que as outras oito estabelecem datas específicas a partir das quais estaria autorizada a sua realização. A amortização extraordinária facultativa, por sua vez, estabelece a possibilidade de a emissora adiantar o pagamento de montantes específicos para acelerar extraordinariamente a amortização do título. Dos 14 títulos avaliados, sete possuem previsão expressa autorizando a realização de amortizações extraordinárias facultativas e sete não permitem essa possibilidade. Dentre as sete que contém a autorização, uma estabelece que a companhia emissora poderá realizar a amortização extraordinária facultativa a qualquer momento a partir da data de emissão, sendo que as outras seis estabelecem datas específicas a partir das quais estaria autorizada a sua realização.

Dentre as dez escrituras que possuem previsão expressa autorizando a realização de resgates antecipados facultativos, seis determinam expressamente a consideração de possíveis alterações na taxa de remuneração utilizada para calcular o montante devido pela emissora, em função de KPIs ainda não aferidos até a data de exercício dessa prerrogativa. Vale destacar que, em duas dessas seis escrituras, há previsão expressa permitindo à emissora antecipar a entrega do relatório de aferição, de modo a mitigar o efeito da ausência de mensuração dos KPIs, caso tenha cumprido a meta estabelecida de forma antecipada. Em relação às hipóteses de amortização extraordinária, dentre as sete escrituras que expressamente autorizam a sua realização, cinco determinam a consideração do possível (não) atingimento dos KPIs até a data do exercício do direito pela companhia emissora, mesmo que esses indicadores ainda não tenham sido aferidos. Em duas dessas cinco escrituras, há previsão permitindo à emissora antecipar a entrega do relatório de aferição, de modo a mitigar os efeitos da ausência de mensuração, caso tenha cumprido a meta estabelecida de forma antecipada.

As recomendações dos SLBPs estabelecem que, em títulos resgatáveis, as escrituras devem conter informações detalhadas sobre as consequências da variação do cupom, incluindo o preço de resgate ou amortização aplicável caso o SPT não seja aferido ou não seja alcançado, bem como as datas de resgate opcionais (ICMA, 2024b). Nesse contexto, observa-se o desalinhamento de certas estruturas contratuais em relação às diretrizes dos SLBPs, uma vez que não contemplam regras claras para o tratamento das implicações nas taxas de remuneração em cenários de aceleração da dívida, o que pode ensejar a materialização das consequências adversas descritas aos direitos das partes contratantes. Tais estruturas tem a potencialidade de acarretar implicações significativas aos direitos das partes envolvidas, uma vez que, em uma análise estritamente financeira, pode se revelar mais vantajoso para a companhia emissora de um título com essas características exercer um dos direitos mencionados, ou provocar um evento de vencimento antecipado, ao invés de se submeter às majorações da sobretaxa aplicável à remuneração em decorrência do descumprimento das metas e objetivos de sustentabilidade.

Em relação às hipóteses de vencimento antecipado, verifica-se que (i) em nenhuma das escrituras dos SLBs avaliados o descumprimento das metas e objetivos de sustentabilidade compõem as hipóteses que autorizam a decretação do vencimento antecipado dos títulos e (ii) inexistem nas escrituras dos títulos avaliados a previsão de consideração dos efeitos das metas e objetivos de sustentabilidade ainda não aferidos para composição da remuneração devida pela companhia emissora ao debenturista no caso de decretação de vencimento antecipado. Sendo assim, ainda que já tenha cumprido objetivos e metas de sustentabilidade estabelecidos na escritura da emissão, caso o vencimento antecipado seja decretado em momento anterior à data estabelecida para a sua aferição, a companhia estará sujeita ao pagamento da taxa remuneratória original estabelecida no instrumento. Neste cenário, a companhia emissora sofre dupla penalização, a aceleração do vencimento da sua dívida (de forma devida, considerando ter dado causa para tanto) e majoração da taxa remuneratória a ser paga (potencialmente injustificada, caso já tenha cumprido as metas e objetivos). Por outro lado, caso a emissora esteja em descumprimento e este fato ainda não tenha sido aferido no momento de decretação da hipótese de vencimento antecipado em estruturas com mecanismo Sobretaxa + ou Sobretaxa Flutuante (neste caso, se a sobretaxa puder ser majorada), o exercício do direito pelos debenturistas implica em recebimento de remuneração reduzida devido à desconsideração mencionada.

REFERÊNCIAS

ALTUN, Ozgur; PLAFF, Nicholas; EGOROV, Stanislav. **Transition Finance in the Debt Capital Market**. ICMA Staff Paper, 2024. Disponível em: <https://www.icmagroup.org/assets/Transition-Finance-in-the-Debt-Capital-Market-paper-ICMA-14022024.pdf>.

ANDRADE, Maria Margarida de. **Como preparar trabalhos para cursos de pós-graduação: noções práticas**. São Paulo: Atlas, 2002.

ANEEL - Agência Nacional de Energia Elétrica. **Mercado**: saiba mais sobre comercialização de energia. 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/aneel/pt-br/assuntos/mercado>. Último acesso em 12/04/2024.

BID INVEST. **Financiando a sustentabilidade por meio dos Mercados de Capitais**: guia prático para emissores de títulos temáticos. 2021. Disponível em: <https://idbinvest.org/en/publications/financing-sustainability-through-capital-markets-practitioners-guide-and-toolkit>. Último acesso em: 12/05/2023.

BURGER, J. D.; WARNOCK, F. E.; WARNOCK, V. C. **Bond Market Development in Developing Asia**. 448. ADB Economics Working Paper Series. Manila. 2015.

CBI - CLIMATE BONDS INITIATIVE. **Explaining Green Bonds**. 2021. Disponível em: <https://www.climatebonds.net/market/explaining-green-bonds>. Último acesso em: 16/01/2024.

_____. **Sustainability-linked Bonds**: building a high-quality market. 2024b. Disponível em: <https://www.climatebonds.net/resources/reports/sustainability-linked-bonds-building-high-quality-market>. Último acesso em: 05/07/2024.

_____. **Sustainable Debt**: global state of the market 2023. 2024a. Disponível em: https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_sotm23_02h.pdf. Último acesso em: 16/07/2024.

CHIU, I. H-Y. **Regulating Sustainable Finance in Capital Markets**: a perspective from socially embedded decentered regulation. *Law and Contemporary Problems*, vol. 84, no. 1, 2021, pp. 75-94.

COCHELIN, P., POPOOLA, B., SUGRUE, D. **Global Sustainable Bonds 2023 Issuance To Exceed \$900 Billion**. S&P Global Ratings, 2023. Disponível em: <https://www.spglobal.com/esg/insights/featured/special-editorial/global-sustainable-bonds-2023-issuance-to-exceed-900-billion>. Último acesso em: 10/02/2024

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Debêntures**. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/tipos-de-investimentos/debentures>. Último acesso em: 20/12/2023.

EUROPEAN COMMISSION. **Overview of Sustainable Finance**. 2023. Disponível em: <https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance>.

FELSBERG, A. V.; GURGEL, A. C.; KÖBERLE, A. C.; STEWART-RICHARDSON, J.; YAMAHKI, C. **Structural and specific barriers to the development of a green bond market in Brazil**. Journal of Sustainable Finance & Investment, 2020.

FERRANDO, T.; JUNQUEIRA, G. O; MIOLA, I. Z.; PROL, F.; COUTINHO, Diogo R. **Green Bonds at the Crossroads between finance, law, and ecology**. In: Timothy Cadman; Tapan Sarker. (Org.). De Gruyter Handbook of Sustainable Development and Finance. 1ed. Berlin: Walter de Gruyter GmbH, 2022. p. 333-363.

GASPAR, V. et. al. **Fiscal Policy and Development: human, social and physical investment for the SDGs**. IMF Staff Discussion Note. Washington: International Monetary Fund, 2019

GIL, Antônio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 5. Ed. São Paulo: Atlas, 1999.

ICMA - International Capital Markets Association. **Guidance Handbook**. 2024a. Disponível em: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2024-updates/Sustainability-Linked-Bond-Principles-June-2024.pdf>. Último acesso em: 05/07/2024.

_____. **Sustainability-Linked Bond Principles**. 2024b. Disponível em: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2024-updates/Sustainability-Linked-Bond-Principles-June-2024.pdf>. Último acesso em: 05/07/2024.

_____. **Sustainable bonds aligned with GBP, SBP, SBG and SLBP in 2023**. 2024c. Disponível em: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/Sustainable-bonds-aligned-with-the-Principles-in-2023-180324.pdf>. Último acesso em: 12/04/2024.

IPCC - Intergovernmental Panel on Climate Change. **Climate Change 2022: Impacts, Adaptation, and Vulnerability**. Contribution of Working Group II to the Sixth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change. Cambridge: Cambridge University Press, 2022.

_____. **Climate Change 2023: synthesis report**. Contribution of Working Groups I, II and III to the Sixth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change. Geneva: IPCC, 2023.

JENSEN, L. **Thematic bonds and how to deliver more sustainable finance in developing economies**. United Nations Development Programme. Development Futures Series Working Papers. New York: UNDP, 2024.

JUNQUEIRA, G. O.; CERZETTI, S. C. N. **Nova Geração das Finanças Verdes: transformação socioecológica, discurso hegemônico e seus limites.** In: MIOLA, Iagê Z.; JUNQUEIRA, Gabriela de Oliveira; COUTINHO, Diogo R.; PROL, Flávio M.; VECCHIONE-GONÇALVES, Marcela; FERRANDO, Tomaso. **Finanças verdes no Brasil: perspectivas multidisciplinares sobre o financiamento da transição verde.** São Paulo: Blucher, 2022.

LEIJONHUFVUD, C.; FITTS, J. P. **Global Warming's Unlikely Antidote: why capital markets hold the key to addressing climate change.** *Social Research*, Vol. 82, n. 3., pp. 761-781. The Johns Hopkins University Press, 2015.

LIANG, H.; RENNEBOOG, L. **Corporate Social Responsibility and Sustainable Finance: a review of the literature.** European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 701/2020, 2020.

MALTAIS, Aaron; NYKVIST, Björn. **Understanding the role of green bonds in advancing sustainability.** *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 2020.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos Valores Mobiliários.** Rio de Janeiro: FGV, 2015.

MIGLIORELLI, M. **What Do We Mean by Sustainable Finance? Assessing Existing Frameworks and Policy Risks.** *Sustainability* 2021, 13, 975. <https://doi.org/10.3390/su13020975>

NAHAR, H. S.; MOHAMAD, M.; RAHMAN, N. R. **Sustainable Finance: exploring the frontiers of current research.** *Management and Accounting Review*, v. 22, n. 2. 2023

NÚÑEZ, G.; VELLOSO, H.; DA SILVA, F. **Corporate governance in Latin America and the Caribbean: using ESG debt instruments to finance sustainable investment projects.** Project Documents (LC/TS.2022/23). Santiago: Economic Commission for Latin America and the Caribbean (ECLAC), 2022.

OECD – The Organization for Economic Cooperation and Development. **Global Outlook on Financing for Sustainable Development 2021: a new way to invest for people and planet.** Paris: OECD Publishing, 2020.

_____. **Report on green, social and sustainability bonds issued by multilateral development banks and its use for infrastructure financing.** Paris: OECD Publishing, 2023.

PARK, Stephen Kim. **Investors as Regulators: Green Bonds and the Governance Challenges of the Sustainable Finance Revolution.** *Stanford Journal of International Law*, vol. 54, no. 1, 2018, pp. 1-48. HeinOnline.

PEREZ, O. **The New Universe of Green Finance**: from self-regulation to multi-polar governance. Bar Ilan University Pub Law Working Paper No. 07-3. In: DILLING, O.; HERBERG, M.; WINTER, G. (eds.). **Responsible Business**: self-governance in transnational economic transactions. Oxford: Hart Publishing, 2007.

RAUPP, F. M.; BEUREN, I. M. **Metodologia da pesquisa aplicável às ciências sociais**. In: BEUREN, Ilse Maria. Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática. São Paulo: Atlas, 2006. p. 76-97.

SCHOENMAKER, D.; SCHRAMADE, W. **Principles of Sustainable Finance**. Oxford University Press, 2019.

SILVA, M. B. de; GRIGOLO, T. M. **Metodologia para iniciação científica à prática da pesquisa e da extensão II**. Caderno Pedagógico. Florianópolis: UDESC, 2002.

SOPPE, Aloy. **Sustainable Finance as a Connection Between Corporate Social Responsibility and Social Responsible Investing**. Indian School of Business WP Indian Management Research Journal, Vol. 1, No. 3, pp. 13-23, 2009.

STERN, Nicholas. **The Economics of Climate Change**: the stern review. Cambridge: Cambridge University Press, 2007.

UN - United Nations. **Framework Convention on Climate Change**: adoption of the Paris Agreement, 21st Conference of the Parties. Paris: United Nations, 2015. Disponível em: https://unfccc.int/sites/default/files/english_paris_agreement.pdf

VELLOSO, H.; PERROTTI, D. E. **Sustainable bond issuances in international markets, 2014–2022**: characteristics, trends and greenium in Latin America and the Caribbean. Studies and perspectives series-ECLAC Office in Washington, D.C., No. 25 (LC/TS.2023/186-C/WAS/TS.2023/5). Santiago: Economic Commission for Latin America and the Caribbean (ECLAC), 2023.

VENDRAMINI, Annelise. **O que são finanças sustentáveis?** 2021. Disponível em: <https://febrabantech.febraban.org.br/especialista/annelise-vendramini/o-que-sao-financas-sustentaveis>. Último acesso em: 20/04/2024.

WEBLEY, L. **Qualitative Approaches to Empirical Legal Research**. In: CANE, Peter, and KRITZER, Herbert M. (eds). The Oxford Handbook of Empirical Legal Research, 2010. Disponível em: <https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780199542475.013.0039>.

WORLD BANK. **Developing a National Green Taxonomy**: a World Bank Guide. World Bank: Washington. 2020. Disponível em: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/953011593410423487/pdf/Developing-a-National-Green-Taxonomy-A-World-Bank-Guide.pdf>. Acesso em: 18/03/2024.

ANEXO A – SUSTAINABILITY LINKED BONDS INFORMATION TEMPLATE



Sustainability-Linked Bonds Information Template¹

<p>Issuer name:</p> <p>ISIN code²:</p> <p>Date of completion (or of latest update):</p>

I Issuance overview

Description of the issuer:

- | | |
|--|--|
| <input type="checkbox"/> Sovereign | <input type="checkbox"/> Agency |
| <input type="checkbox"/> Supra | <input type="checkbox"/> Municipality |
| <input type="checkbox"/> Financial Institution | <input type="checkbox"/> Other (please specify): |
| <input type="checkbox"/> Corporate (please indicate the sector: real-estate, transportation, health, energy, infrastructure, etc.) | |

Type of Issuance:

- Sovereign Debt
- Supra Debt
- Corporate Debt
- Covered Bond
- Asset Backed Securitisation (RMBS, CMBS, Auto, Credit Card, etc.)
- Municipal Bond / Revenue Bond
- Other (please specify):

Is there a Sustainability-Linked Bond Framework available?

- Yes**, publicly on a website *please indicate the weblink*
- Yes**, to investors only *please indicate the contact details of the IR team*
- No**, but equivalent information can be found in legal or other documentation *please indicate the weblink or the contact details of the IR team*
- No** *please explain*

¹ The use of a summary reflecting the main characteristics of a Sustainability-Linked Bond and illustrating its key features in alignment with the 5 core components of the SLBP may help inform market participants. This contributes to market transparency and clarifies issuers' alignment with the [Principles](#).

² The ISIN code is mandatory for publishing the template in the Sustainable Bond Issuers Database

If there is a Sustainability-Linked Bond Framework, is there a pre-issuance external review available?

- Yes**, publicly on a website *please indicate the weblink*
- Yes**, to investors only *please indicate the contact details of the IR team*
- No**³, but an internal assessment is available *please indicate the weblink or the contact details of the IR team*
- No** *please explain and indicate the contact details of the IR team*

II Issuer's sustainability / ESG strategy

What are the issuer's overarching objectives, strategy, policy and/or processes relating to sustainability? *Please describe briefly or provide a reference to where this information can be found.*

Issuer's Environmental Sustainability Strategy:

Issuer's Social Sustainability Strategy:

Issuer's Governance related to Sustainability:

ESG Risk Management: *

**Identified sustainability-related risks which are likely to cause adverse impact in those areas and explanations on how they are managed and mitigated by the issuer.*

What are the supporting regulations, standards, or frameworks for issuer's sustainability-related disclosure and reporting? *Some examples are listed below while it is acknowledged that others can be relevant. Tick the box "other" where appropriate and specify the reference.*

- | | |
|---|---|
| <input type="checkbox"/> Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) | <input type="checkbox"/> Science Based Targets initiative (SBTi) |
| <input type="checkbox"/> Principles for Responsible Investment (PRI) | <input type="checkbox"/> Sustainability Accounting Standards Board (SASB) |
| <input type="checkbox"/> Global Reporting Initiative (GRI) | <input type="checkbox"/> Carbon Disclosure Project (CDP) |

³ In cases where no Second Party Opinion is sought, it is recommended that issuers demonstrate or develop the internal expertise to verify their methodologies. Issuers are recommended to thoroughly document any such expertise, including the related internal processes and expertise of their staff. This documentation should be communicated to investors.

- | | |
|---|---|
| <input type="checkbox"/> Climate Transition Finance Handbook | <input type="checkbox"/> EU Regulation (NFRD-CSRD-SFDR, Taxonomy, etc.) |
| <input type="checkbox"/> International Labour Organisation (ILO) Standards | <input type="checkbox"/> OECD Guidelines for Multinational Enterprises |
| <input type="checkbox"/> UN Guiding Principles on Business and Human Rights | <input type="checkbox"/> GHG Protocol |
| <input type="checkbox"/> UN Global Compact | <input type="checkbox"/> Other (please specify): |

III Sustainability-Linked Bond Principles (SLBP) Alignment

Selection of Key Performance Indicators (KPIs)

Selected sustainability thematic(s):

Environmental

- | | |
|---|---|
| <input type="checkbox"/> Air quality | <input type="checkbox"/> Sustainable aquaculture/animal welfare |
| <input type="checkbox"/> Biodiversity (incl. soil/land use) | <input type="checkbox"/> Sustainable water management |
| <input type="checkbox"/> Climate change (GHG emissions and energy) | <input type="checkbox"/> Waste management |
| <input type="checkbox"/> Raw material sourcing and recycling (circular economy) | <input type="checkbox"/> Other (please specify): |
| <input type="checkbox"/> Supply chain | |

Social

- | | |
|--|---|
| <input type="checkbox"/> Access & affordability (incl. access to medicine) | <input type="checkbox"/> <u>"just transition"</u> |
| <input type="checkbox"/> Community & Human rights | <input type="checkbox"/> Occupational Health & Safety |
| <input type="checkbox"/> Customers (incl. relation and welfare, responsible marketing and product labelling) | <input type="checkbox"/> Working conditions (employee engagement, labour practices and labour rights) |
| <input type="checkbox"/> Diversity, Equity & Inclusion | <input type="checkbox"/> Other (please specify): |

Governance and other themes

- | | |
|--|--|
| <input type="checkbox"/> Business ethics | <input type="checkbox"/> Health* |
| <input type="checkbox"/> Consumers (incl. relation and welfare, responsible marketing and product labelling) | <input type="checkbox"/> Poverty and inequality* |
| <input type="checkbox"/> Data protection & security (incl. cybersecurity) | <input type="checkbox"/> Other (please specify): |
| <input type="checkbox"/> Product governance (safety & quality) | |
| <input type="checkbox"/> Value chain | |

* Themes relevant for sovereign issuers

The KPIs are related to:

- | | |
|--|--|
| <input type="checkbox"/> International Standards or Taxonomies | <input type="checkbox"/> SDGs |
| <input type="checkbox"/> ESG ratings | <input type="checkbox"/> Other (please specify): |

List of selected KPIs⁴:

-
-
-

⁴ The metric(s) should be spelled out under KPI and the target(s) in number should be mentioned: e.g. KPI: Scope 1 and 2 emissions measured in tCO2e per unit sold and SPT: Decrease scope 1 and 2 GHG emissions by 2030 (vs 2018 base year) - ~~eqv.~~ 66% per unit sold.

Scope⁵ and geographical perimeter:

Please describe the calculation methodology⁶:

Please describe the rationale and process according to which the KPI(s) have been selected and how the KPI(s) fit into the issuer business and sustainability strategy⁷.

Overall comments on this section⁸

Calibration of Sustainability Performance Targets (SPTs)

Please fill in the following fields as appropriate:

- Baseline year:
- Baseline:
- Target year:
- Target performance:
- Targeted reduction from base year (%):
- Target status for the latest reporting year (value, reporting year):
- Long term target:
- SPT Trigger event⁹:

⁵ E.g. the percentage of the issuer's total emissions and specific category (e.g. GHG Protocol category 11: use of sold products) to which the target is applicable.

⁶ E.g. clear definition of the denominator of intensity-based KPIs, definition of a baseline, where feasible, science-based or benchmarked against an industry standard (e.g. consider SMART philosophy specific, measurable, attainable, relevant and time-bound, or other relevant references as applicable (e.g. location-based or market-based for scope 2 emissions as per the GHG Protocol).

⁷ Please explain how the KPIs are relevant, core and material to the issuer's overall business, and of high strategic significance to the issuer's current and/or future operations, e.g. based on the issuer's materiality assessment or external resources, such as ICMA's Illustrative KPIs Registry.

⁸ Here the issuer could comment on specific steps/measure/actions (in the context of the sustainability strategy) that the issuer will take to ensure the achievement of the KPIs/SPTs; provide a brief description.

⁹ The trigger event is the result of the observation whether a KPI has achieved or not a given predefined SPT that may cause a change in the financial and/or structural characteristics of the bond.

Please explain the level of ambition¹⁰ and motivation¹¹:

What are the Benchmarks for calibration of targets (please describe):

issuer's own performance (including look-back period¹²):

issuer's peers/sector data ¹³:

science-based¹⁴:

other (please describe):

Please explain how the issuer intends to reach such SPTs¹⁵:

Please describe the evaluation of SPTs against specific Sustainable Development Goals and/or other relevant sustainability objectives (such as EU Taxonomy objectives):

Please indicate whether a change to the KPI(s) and/or SPT(s) is included in the bond documentation:

Overall comments on this section

¹⁰ Should represent a material improvement in the respective KPIs and be beyond a "Business as Usual" trajectory.

¹¹ SPTs must be set in good faith and the issuer should disclose strategic information that may decisively impact the achievement of the SPTs.

¹² A minimum of 3 years.

¹³ Where available (average performance, best-in-class performance) and comparable.

¹⁴ I.e. systematic reference to science-based scenarios, or absolute levels (e.g. carbon budgets), or to official country/regional/international targets (Paris Agreement on Climate Change and net zero goals, Sustainable Development Goals (SDGs), etc.) or to recognised Best-Available-Technologies or other proxies to determine relevant targets across environmental and social themes.

¹⁵ Where possible and taking competition and confidentiality considerations into account, including information such as the respective contribution (e.g. %) of the different measures to the overall reduction, or the total expenses associated with the plan.

Bond characteristics

Type of bond characteristics:

- a step-up structure
 a variable redemption structure
 a step-down structure
 other (please specify):

Please fill in the following fields as appropriate:

- Coupon Observation Date (notification date):
- Coupon Variation Date (1st coupon variation payment):
- Frequency of such payment (*i.e. annually/semi-annually until maturity*):
- Coupon Variation:
- Optional Redemption Dates:
- Redemption Price with SPTs achieved:
- Redemption Prices without SPTs achieved:
- Call Schedule (including the Callable Date and the Mechanism to be applied in case the bond is called before the SPT date(s)):
- Any other change in bond characteristics:

Please explain how the variation of the bond financial and/or structural characteristics is commensurate and meaningful relative to the issuer's original bond financial characteristics¹⁶:

Are there any fallback mechanisms in case the SPTs cannot be calculated or observed in a satisfactory manner?

- Yes (*please describe*)
 No (*please explain*)

Please describe any potential actions in case the issuer fails to meet the SPTs (*i.e. disclosure of reasons for deviation, corrective action plan, re-schedule of observation date, etc*):

Overall comments on this section

Reporting

Scope of reporting:

- Bond-by-bond
 Bond programme

Form of reporting:

- Stand-alone SLB report
 Existing report (please describe):

¹⁶ E.g. the issuer (e.g. size, industry), the transaction structure (e.g. tenor, call features, SPT evaluation date(s)), and credit rating – especially classification as an investment grade v. high yield offering), and the relative and absolute ambition of the target(s).

Please describe the intended post issuance reporting¹⁷ (timelines and means of communication):

- On up-to-date information on the performance of the selected KPI(s) including baselines and the % of achievement towards the SPT
- On any information enabling investors to monitor the level of ambition of the SPTs¹⁸
- On qualitative or quantitative explanation of the contribution of the main factors, including M&A activities behind the evolution of the performance/KPI¹⁹
- On the positive sustainability impacts of the performance improvement
- On any re-assessments of KPIs and/or restatement of the SPT and/or pro-forma adjustments of baselines or KPI scope

Overall comments on this section

Verification

Please describe the current verification or assurance status for the KPI(s) in scope (KPIs' historical performance and baseline):

Please describe the intended verification / assurance report post issuance reporting (timelines and means of communication):

Overall comments on this section

¹⁷ Issuers of SLBs should publish and keep readily available and easily accessible post-issuance reporting.

¹⁸ E.g., any update in the issuer's sustainability strategy or on the related KPI/ESG governance, and more generally any information relevant to the analysis of the KPIs and SPTs.

¹⁹ Strategy followed and measure taken towards achieving the KPIs in terms of systems, monitoring, operational improvements, etc.

IV- European Central Bank (ECB) eligibility criteria (central bank collateral - APP and PEPP)

Please confirm if the Performance Targets measuring quantified improvements in the issuer's sustainability profile over a predefined period of time refer to "one or more of the environmental objectives set out in the EU Taxonomy Regulation and/or to one or more of the United Nations Sustainable Development Goals relating to climate change or environmental degradation".** In addition, "in order to be eligible, debt instruments shall have either of the following coupon structure until final redemption: [...] Multi-step or floating coupons with steps linked to SPTs, provided the issuer's compliance with SPTs is subject to verification by an independent third party in accordance with the terms and conditions of the debt instrument."**

Please describe the alignment with those requirements:

Please provide references where the related information can be found in the publicly available issuance document (prospectus or any other legally binding document) including page number and section:

Once completed, this template can be sent to the central banks, members of the ~~European~~ ~~System~~. For further information, please refer to [FAQ on Sustainability-Linked Bonds](#).

* New article 2(88a), guideline ECB/2014/60.

** Amended article 63, guideline ECB/2014/60.