



Avaliações e práticas ESG para emissores públicos e soberanos

Por *Mariana Pombo*

Introdução

Nos últimos 10 anos, mercados de títulos sustentáveis têm estado entre as histórias de sucesso mais inovadoras do setor financeiro em seu esforço para participar da transição a uma economia sustentável.

Entre as lições aprendidas, está o alinhamento necessário ou consistência entre **a emissão e o compromisso global do emissor com a sustentabilidade**. Os investidores estão, então, cada vez mais olhando para como - além da emissão e do uso dos rendimentos de um título temático - **um emissor de dívida está gerenciando a sustentabilidade no presente e planejando para o futuro**. Em outras palavras, isso se refere ao perfil ESG/*rating* ESG ou avaliação ESG do emissor.

A I Care teve a coautoria em um estudo que tenta lançar uma luz no universo nascente **da avaliação ESG de títulos emitidos por entidades públicas e soberanas da região da América Latina e Caribe (ALC)**. Esse estudo apoia os grandes esforços do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) em educar seus beneficiários em tópicos ESG, e em promover melhores práticas ESG entre emissores, nomeadamente abordando as seguintes questões:

- No que consiste um perfil ESG ou uma avaliação de desempenho ESG para um emissor público?
- Em que os investidores estão se concentrando ao avaliar o perfil de sustentabilidade de um emissor público?
- Quais ferramentas e serviços estão disponíveis, e quais suas limitações?
- Quais são algumas considerações chave para emissores públicos que decidem participar, entender e potencialmente melhorar seu perfil ESG?

O relatório apresenta as práticas atuais e considerações de dados sobre avaliações ESG no mercado de títulos. Este documento resume **algumas de suas principais descobertas e a visão da I Care sobre o tema**, com especial atenção às especificidades do mercado da ALC e aos casos de sucesso.

O Relatório completo pode ser achado [aqui](#).

1 Avaliação ESG de emissores públicos de dívida: por que e como?

Avaliações ESG surgiram pela primeira vez nos mercados acionários

O alto crescimento de investimentos sustentáveis ao longo da última década acionou o rápido desenvolvimento de dados ESG especializados e pesquisa ESG, fornecendo aos investidores numerosos produtos e serviços de avaliação ESG aplicáveis a companhias, setores da indústria e países.

Dados ESG e avaliações ESG surgiram pela primeira vez em mercados acionários cotados (*listed equity*), que viram as métricas de sustentabilidade e as estruturas de relatórios de sustentabilidade se multiplicarem (GRI, IIRC, etc.) **Essas avaliações ESG estão agora começando a aparecer em mercados de dívida também, e é provável que cresçam.**

Os principais fatores apoiando a demanda por avaliações ESG são (i) o mercado crescente de títulos verdes e sociais, (ii) o impulso regulatório ESG através do sistema financeiro e (iii) a crescente pesquisa acadêmica e empírica em ESG e análise de risco de crédito.

Avaliação ESG: quais diferenças entre emissores públicos?

Emissões de títulos soberanos e sub-soberanos representam mais da metade do volume emitido em circulação.

Apesar da natureza pública e mandato de Bancos de Desenvolvimento Nacionais (*National Development Banks* - NDBs) e Empresas Estatais (*State-Owned Enterprises* - SOEs), poder ter um impacto em seu perfil de risco e estratégia geral de sustentabilidade, estes são avaliados globalmente como seus pares do setor privado: a análise é focada nos **fatores ESG materiais identificados para a indústria relevante**. Portanto:

- NDBs compartilham várias similaridades com o setor financeiro a respeito de ESG. Os dois pilares considerados os mais materiais para instituições financeiras são a **governança** (ex. ética de negócios, governança corporativa) e **social** (ex. transparência com clientes e detentores de ativos, diversidade empregatícia); uma vez que têm sido associados à maioria das questões de reputação e perdas financeiras no setor financeiro.
- SOEs no setor de serviços públicos – por exemplo eletricidade - enfrentarão as exigências ESG impostas ao setor: questões típicas de governança, saúde e segurança ocupacional, e relações comunitárias. E um foco crescente na performance ambiental e estratégias climáticas e de transição desses atores.

Avaliações ESG de emissores soberanos ainda estão em sua infância, mas espera-se que cresçam enquanto a pesquisa se desenvolve

Ao contrário das empresas, países não reportam sua performance ambiental e social. O impacto de fatores ESG na habilidade de um soberano de repagar sua dívida é muito diferente do que para uma empresa, e ainda é um fator de discussão para o mundo acadêmico e a comunidade de investimentos. **Apesar da heterogeneidade de metodologia e perímetro de artigos acadêmicos dirigidos à ESG e performance de títulos soberanos, alguns elementos de convergência podem ser destacados.**



Algumas descobertas-chave da pesquisa ESG até hoje

- Uma maior parte dos artigos de pesquisa concluem que há, de alguma maneira, uma relação positiva entre performance ESG no país e menores custos de financiamento para países.
- Um bom desempenho ESG se traduz em maior resiliência de mercado durante uma crise financeira (uma descoberta que também foi estabelecida para empresas e que se comprova que se mantém durante a crise da COVID).
- Documentos de pesquisa com foco na transparência dos dados ou no baixo nível de corrupção destacam consistentemente esses fatores como tendo um impacto positivo significativo nos custos de empréstimo dos países.
- O desempenho ESG soberano não está apenas impactando custos de empréstimos dos soberanos, mas também transborda para o setor privado, na medida em que a solvência dos soberanos influencia fortemente os *ratings* das corporações nacionais. Isso é particularmente sensível para países que já enfrentam maiores taxas de juros e com menor margem fiscal, para os quais maiores custos de financiamento impactariam tanto o setor privado quanto as capacidades de investimento do governo em educação, saúde e infraestrutura.
- Países emergentes são frequentemente destacados como sendo mais sensíveis a fatores ESG em geral do que países desenvolvidos. Critérios sociais e ambientais desempenham maior papel para países emergentes.

Para detalhes sobre as principais conclusões de cada estudo, consulte o “Anexo 1. Tabela de Revisão da Literatura Acadêmica” do Relatório do BID (2021).

Agências de *Rating* estão cada vez mais explorando fatores ESG dos soberanos em análise de risco de crédito

Desde 2016, muitas agências de *rating* de crédito (Moody's, S&P, Fitch Ratings etc.) se comprometeram a olhar para considerações ESG de uma forma sistemática e transparente¹.

No entanto, “*fatores ESG são capturados diretamente ou indiretamente na análise de crédito soberano*” (Moody's) **não é o mesmo que ser efetivamente integrado**. Certos fatores ESG estão sendo percebidos como financeiramente materiais, e integração ESG está se tornando *mainstream*; mas a análise ESG atualmente conduzida por agências de *rating* não impacta diretamente *ratings* de crédito soberanos.

Fatores relacionados à Governança têm tido tradicionalmente uma posição predominante, mas a materialidade do Social e Ambiental está cada vez mais sendo olhada, na medida em que mais fontes de dados e pesquisa estão se tornando disponíveis.

¹ [Declaração PRI sobre ESG nos ratings de crédito.](#)



2 ESG: Práticas de investidores em carteiras soberanas

Apesar da integração ESG para ações estar se tornando *mainstream*, poucos investidores têm uma abordagem sistêmica para integração ESG em carteiras de dívida, e nomeadamente em dívida soberana.

Investidores e agências de *rating* têm, tradicionalmente, considerado a governança o fator ESG mais material, ou seja, boa governança, o que consiste com estabilidade governamental, políticas efetivas, e regulações, é associado a uma economia sólida. **Boa governança é associada com maior PIB *per capita* e maior crescimento do PIB ao longo do tempo.** Fatores sociais têm sido reconhecidos como materiais para análise de risco soberano: **estudos da OCDE destacam a importância de capital humano como um determinante chave para o crescimento econômico**, por exemplo, encontra-se correlação entre queda da desigualdade de renda e crescimento econômico mais rápido (CINGANO, 2014). A crise sanitária global reforçou também a importância de analisar fatores sociais, como a infraestrutura da saúde e as desigualdades sociais.

Os maiores desafios para investidores são **a identificação de fatores ESG e a decisão sobre sua materialidade**. Portanto, alguns investidores começaram a desenvolver seus **frameworks e metodologias sobre materialidade internamente para adequarem suas estratégias ESG**. Eles são parcialmente baseados nos dados/produtos fornecidos por terceiros, pesquisa interna e **tão diversas quanto as opiniões de cada instituição sobre a materialidade, e as crenças de investimento**. **Investidores baseados em valores** podem querer considerar indicadores como a existência de pena de morte, o regime político, ou a violação de tratados internacionais como fatores de exclusão; enquanto investidores que favorecem uma **abordagem baseada em valor** irão desconsiderar esses indicadores porque eles não podem ser associados com materialidade financeira.

Dito isso, há uma falta de convergência na abordagem ESG soberana, bem detalhada no trabalho dos PRI: uma lista indicativa de fatores ESG para avaliações soberanas é proposta pelos PRI.

Em geral, **há três níveis principais** de análise e integração de fatores ESG²:

- Nível A – **ESG na Análise fundamental**: o método mais comum observado até o momento – dados ESG completam a análise fundamental e ações de engajamento com emissores.
- Nível B – Análise ESG usada em **análise de *benchmark*** de rendimentos, volatilidade e risco: um investidor pode atualizar a avaliação de um país com um melhor perfil ESG. Cada país pode ser comparado aos pares, tomando-se cada pontuação ESG e analisando-a em relação aos respectivos *spreads* de crédito soberano. Isso informa uma **avaliação relativa, mas pode também permitir a analistas entenderem se todos os fatores de risco são *priced in*** (por exemplo, se há desvios de *spreads* de crédito reais

² Mais estudos de caso podem ser encontrados no [site dedicado ao PRI](#).

versus aqueles implicados por um modelo de regressão baseado em uma pontuação ESG de outro tipo de avaliação de desempenho ESG).

- Nível C – Pouquíssimos casos, em nosso conhecimento, estão executando análise ESG soberana **na construção de portfólio ou alocação de ativos estratégica (Strategic Asset Allocation - SAS)**. Isso é considerado uma abordagem mais robusta.

Fig.1 Níveis de análise de Dívida Soberana em que Fatores ESG podem ser incorporados



Fonte: Bocquet, Braly-Cartillier, Pombo e De Salins, 2021.

Clima e biodiversidade: dois fatores Ambientais essenciais ...

Fatores ambientais têm sido os menos integrados por investidores, principalmente porque dados ambientais tendem a ser coletados menos do que outros, e porque o impacto financeiro de riscos ambientais é muito mais difícil de avaliar. Contudo, essa tendência está mudando à luz da resposta internacional para reduzir emissões de GEE para atingir os compromissos do Acordo de Paris e para atingir os Objetivos de Desenvolvimento Sustentáveis (ODSs).

Governança ambiental, Contribuição Nacionalmente Determinada (NDCs) e políticas de proteção de capital natural têm um impacto direto em avaliações de países. **Países estão em risco de perderem mercados e verem taxas de câmbio e dívida aumentarem se eles não desenvolverem políticas apropriadas para proteger capital natural em risco de degradação ou para mitigar impactos de mudança climática.**

O risco político pode aumentar após desastres naturais, através de uma perda de produção econômica e de crescente vulnerabilidade da população.

Para além disso, bancos centrais e supervisores financeiros ao redor do mundo *reconhecem que o risco climático impacta a estabilidade financeira* e estão se tornando cientes das oportunidades de investimento para a estabilidade de mercado e gestão efetiva das reservas governamentais. Um bom exemplo é o *Network for Greening the Financial System (NGFS)*, lançado em 2017 no *One Planet Summit*. Além disso, o *European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA)* tem reconhecido a necessidade de monitorar e avaliar riscos financeiros relacionados ao clima. Em 2019, o EIOPA publicou a primeira avaliação de risco climático do portfólio de títulos soberanos de seguradoras europeias. **Esse trabalho pode dar o tom para futuros desenvolvimentos em torno da avaliação de risco climático na dívida soberana.**



Espera-se que a coleta de dados relacionados ao clima cresça, principalmente motivados por **considerações de risco, requerimentos regulatórios, iniciativas de investidores** (como a *United-Nations-convened Net-zero Asset Owner Alliance*) e **frameworks internacionais** (TCFD, UNPRI *reporting*, etc.), assim como a demanda crescente para soluções climáticas e produtos financeiros relacionados. **Tanto os riscos físicos quanto os de transição são materiais para os soberanos de várias formas e em múltiplos horizontes.**

Além disso, investidores de impacto³ têm olhado para soluções baseadas na natureza, e o número de **fundos temáticos dedicados à natureza e biodiversidade têm aumentado** (por exemplo, fundos que buscam impactos ambientais, neutralidade da degradação da terra, oceanos sustentáveis, conservação, etc.). **Capital natural e proteção da biodiversidade têm ganhado crescente atenção nos últimos anos**, graças a seu papel em adaptar e prevenir impactos negativos futuros das mudanças climáticas e ao serviço essencial que provêm a muitos negócios dos quais a sociedade depende. O desenvolvimento de indicadores e metodologias para integrar conservação e fatores da biodiversidade nas práticas empresariais e de investimento está agora na agenda de organizações internacionais e das economias do G20.

³ Para saber mais sobre Investimento de Impacto, confira nossa *Expert Opinion* [aqui](#).



Avaliações ESG, ratings e dados: o que está disponível para investidores e os principais desafios

Ratings ESG para emissores de títulos começaram em torno de 2010, com muitos fornecedores de dados ESG desenvolvendo serviços de *ratings* ESG para empresas e emissores de títulos, e, portanto, para emissores de dívida soberanos. Fornecedores de dados ESG, agências de *rating* de crédito, fornecedores de índices, universidades, organizações não-governamentais (ONGs), e organizações internacionais estão agora participando da oferta.

Os produtos soberanos ESG disponíveis neste momento no mercado podem ser classificados nos seguintes quatro grupos principais:



Fonte: Bocquet, Braly-Cartillier, Pombo e De Salins, 2021.

A comunidade financeira enfrenta grandes desafios a respeito dos dados que necessitam para analisar a performance ESG de seu portfólio de investimentos: **no geral, os dados ESG disponíveis ainda não estão alinhados às necessidades dos investidores**. Isso também é o caso dos dados ESG soberanos.

Dados ESG soberanos: principais desafios em poucas palavras

DISPONIBILIDADE:

A disponibilidade de dados se divide em problemas de **frequência e consistência**.

Muitos dados macroeconômicos são atualizados mensalmente ou trimestralmente, enquanto dados ESG soberanos são **atualizados anualmente ou ficam dois ou três anos atrasados, devido a processos estatísticos**. Para certos indicadores que ilustram questões ESG emergentes, a **disponibilidade de séries históricas pode ser limitada**, gerando restrições para implementar modelagem de testes anteriores de seu impacto. Enquanto dados de PIB estão disponíveis para 2019, os dados mais recentes de emissões de CO₂ *per capita* ou número de leitos hospitalares por 1.000 habitantes tem uma defasagem de quatro anos (2015) em alguns países da ALC.

A disponibilidade de dados ESG varia entre pilares e entre países: o mesmo país pode ter muitos dados ambientais tornados públicos, mas não sociais.

QUALIDADE:

A falta de normas globais afeta a qualidade dos dados ESG

Conforme a falta de padrões globais de relatórios sobre este assunto, metodologias estatísticas e os recursos atuais podem variar **através de países para produzir um indicador similar**. Portanto, a qualidade de dados ESG soberanos ainda tem de ser melhorada.

RELEVÂNCIA E COMPARABILIDADE:

A perda de relevância na agregação de fatores multidimensionais

Ao construir pontuações agregadas ESG para países, fornecedores de serviços ESG consideram uma larga matriz de indicadores: até 300, em alguns casos (aproximadamente 100 por pilar). Isso levanta uma questão de **relevância estatística** assim que esses indicadores forem pontuados e agregados. Como os *scores* devem ser ponderados?

A abordagem mais básica é pesá-los igualmente. Isso pode, contudo, ser enganoso, já que muitos indicadores podem estar fortemente correlacionados. Alguns indicadores como consumo de energia *per capita* provam estar correlacionados com renda *per capita*. Ainda, até que ponto é **relevante comparar países em performance ESG se eles estão em diferentes estágios de desenvolvimento** (países de alta renda *versus* países de baixa renda, por exemplo)?

Com o objetivo de superar algumas dessas questões, o **Banco Mundial** e **outras instituições de desenvolvimento têm tornado suas bases de dados públicas**. Veja-se, por exemplo:

- Em outubro de 2019, o Banco Mundial lançou o [Portal de dados ESG soberanos](#) (*Sovereign ESG Data Portal*), que fornece dados ESG dos países.
- Em abril de 2021, o BID e o BID Invest lançaram a [Plataforma de Transparência de Títulos Verdes](#) (*Green Bond Transparency Platform - GBTP*), uma ferramenta digital inovadora com o objetivo de apoiar os esforços de harmonização e padronização dos relatórios de títulos verdes da ALC⁴.

⁴ [BID e BID Invest lançam a Plataforma de Transparência de Títulos Verdes](#), 2021.



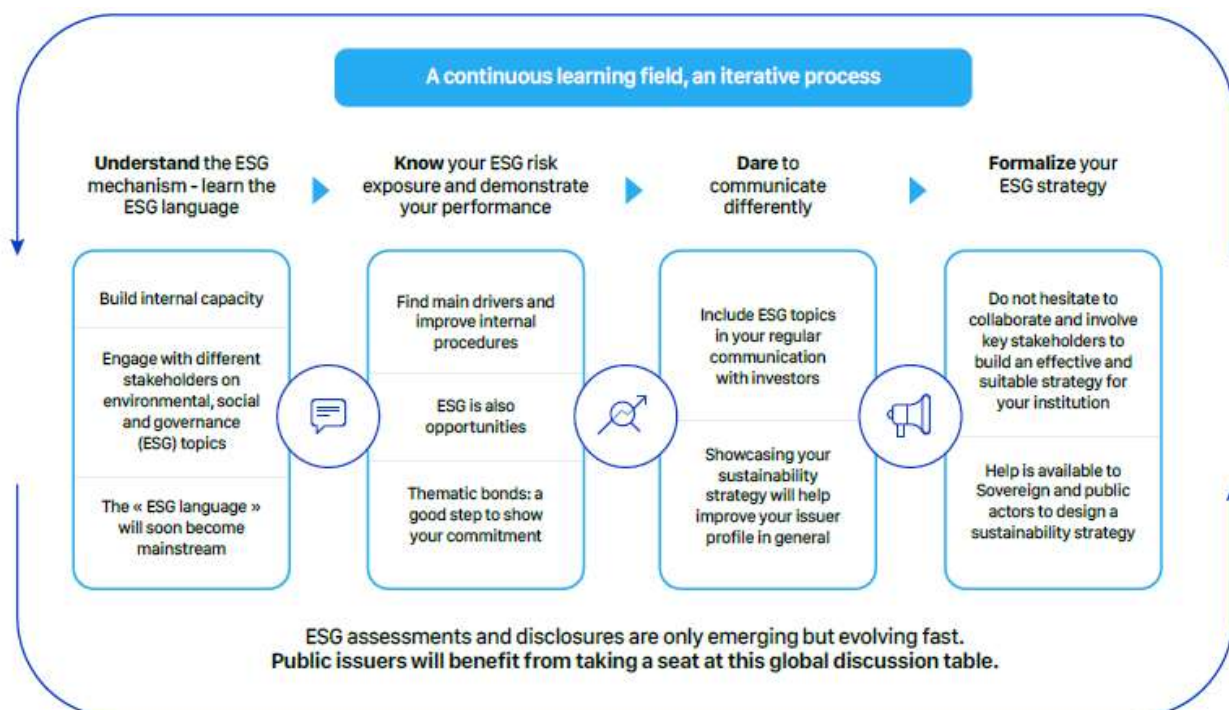
4 Entidades Públicas e Soberanas na América Latina: liderando o caminho na região

Na ALC, mercados de títulos sustentáveis estão se expandindo em uma taxa muito mais rápida do que em outros mercados internacionais. Considerando todos os tipos de títulos temáticos juntos, **novas emissões têm aumentado para US\$ 6,13 bilhões em 2019, comparado com US\$ 2,0 bilhões em 2018 (um aumento de 200%)**. NBDs, SOEs e emissores soberanos têm estado na vanguarda dos **títulos temáticos nessa região**.

Um roteiro (*roadmap*) para a integração de fatores ESG em uma estratégia de emissão de dívida de uma entidade pública é então proposto, e resume-se em 4 ações contínuas e interativas:

- 1) **Entender os mecanismos ESG:** Aprender a linguagem ESG, construir capacidade interna
- 2) **Performance ESG é uma combinação de exposição de risco e gestão de risco:** Conhecer seus riscos permite identificar oportunidades e melhorar o desempenho ESG
- 3) **Ousar comunicar e engajar de maneira diferente:** Engajar com investidores em assuntos relacionados a ESG e outros *stakeholders* ajudará sua instituição a destacar o que já pode ser material ESG
- 4) **Desenvolver uma estratégia sustentável clara,** inclusive começar a desenvolver relatórios ESG. Suporte externo está altamente disponível para frentes de cooperação internacional e consultorias locais.

Fig.2 Proposta de Roteiro para Integrar fatores ESG em estratégia de dívida



Fonte: Bocquet, Braly-Cartillier, Pombo e De Salins, 2021.



Para varios emissores, essa tem sido uma oportunidade para melhorar práticas socioambientais enquanto se pavimenta o caminho ESG de Mercados Globais e se diversifica suas fontes de financiamento. Detalhes de histórias bem sucedidas podem ser encontradas no relatório:



Conclusão

Na ALC, assim como em todas as outras partes do globo, a integração ESG em dívidas soberanas está ganhando espaço graças à crescente presença deste tipo de emissores nos mercados de títulos temáticos, o impulso regulatório e a contínua formação acadêmica e pesquisa empírica.

Fatores de governança têm tradicionalmente tido uma posição predominante; contudo, um crescente número de investidores reconhece a relevância de **riscos climáticos e relacionados à natureza** em investimentos de dívida, e isso é particularmente verdade para investidores soberanos **que tendem a ter horizontes de longo prazo** – os mesmos horizontes de materialização de muitos dos riscos ambientais.

A integração de riscos ESG está progredindo e logo se tornará a norma para investidores do mercado de títulos, apesar da falta de uma metodologia comum até o momento.

A participação de todo os tipos de *stakeholders* no debate tem mostrado **a necessidade de convergência de padrões** assim como a coordenação de políticas públicas e medidas de supervisão, que alinhem os mecanismos e produtos financeiros inovadores à necessidade de transparência e realocação de investimentos para uma economia de baixo carbono e socialmente justa.

É um momento oportuno para países se envolverem, também, dada a oportunidade de acessar fundos para auxiliar sua estratégia para atingir os ODS das Nações Unidas e suas NDCs. Países e governos devem também desempenhar um papel ao promover divulgação de dados ESG, sua produção, coleta e monitoramento.

“Caminante, no hay camino, se hace camino al andar”⁵

⁵ Citação do poeta Antonio Machado



Referências

BATTISTON, Stefano *et al.* **Climate Risk Assessment of the Sovereign Bonds Portfolio of European Insurers**. EIOPA Financial Stability Report, Frankfurt, Germany: European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA), December 2019.

BERG, Florian; KOELBEL, Julian F.; RIGOBON, Roberto. **Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings**. SSRN, 2020.

CAPELLE-BLANCARD, Gunter *et al.* **Environmental, Social and Governance (ESG) performance and sovereign bond spreads: an empirical analysis of OECD countries**, 2016.

CINGANO, Federico. **Trends in Income Inequality and its Impact on Economic Growth**. OECD Social, Employment, and Migration Working Papers No. 163. Paris, France: OECD Publishing, 2014.

HAN, Xuehui; KHAN, Haider; ZHUANG, Juzhong. **Do Governance Indicators Explain Development Performance? A Cross-Country Analysis**. ADB Economics Working Paper Series 417. Manila, The Philippines: Asian Development Bank, 2014.

BOCQUET, Rodolphe; BRALY-CARTILLIER, Isabelle; POMBO, Mariana; DE SALINS, Antoine. **Sustainable issuer versus sustainable issuance: providing public issuers of sustainable bonds in Latin America and the Caribbean with insight into the nascent universe of ESG ratings**. IDB Monograph, 2021.

Network for Greening the Financial System (NGFS). **Guide to climate scenarios analysis for central banks and supervisors**. Technical document, 2020.

Principles for Responsible Investment (PRI). **A practical guide to ESG integration in sovereign debt**. 2019.

Principles for Responsible Investment (PRI). **Sovereign bonds: spotlight on ESG risks**. 2013.

United Nations Environment Programme Finance Initiative (UNEP FI) e United Nations Global Compact. **An Introduction to Responsible Investment for Asset Owners**. Geneva, Switzerland: UNEP Finance Initiative and United Nations Global Compact. 2019



SOBRE A I CARE

A I Care é uma empresa de consultoria líder no campo ambiental. Desde 2008, a I Care acompanha empresas, instituições financeiras, e organizações públicas em sua transição para uma sociedade de baixo impacto ambiental.

Desde pensamento estratégico até ações operacionais, a I Care oferece soluções inovadoras para uma ampla gama de desafios ambientais, com o objetivo de ajudar a sociedade a passar para uma economia sustentável.

Endereço: Rua 4 de setembro, 28, Paris, França (75002)

