

INSIGHT: MERCADO BRASILEIRO DE DÍVIDA SUSTENTÁVEL – PERSPECTIVAS REGULATÓRIAS LOCAL E INTERNACIONAL

As emissões de dívidas sustentáveis por empresas brasileiras nos mercados doméstico e internacional têm aumentado substancialmente. No exterior, o volume combinado de títulos verdes, sociais e sustentáveis emitidos por empresas, instituições financeiras ou governos subiu de aproximadamente US\$ 15,5 bilhões em 2023 para aproximadamente US\$ 17,6 bilhões nos primeiros nove meses de 2024.¹ No mercado interno, a emissão de debêntures sustentáveis também continuou em alta, alcançando o recorde de R\$ 94,5 bilhões (aproximadamente US\$ 19 bilhões) em emissões de debêntures verdes em 2024, o que superou em mais de 30% o recorde anterior estabelecido em 2021.² O Brasil também emergiu recentemente como líder regional na emissão de títulos azuis (e.g., títulos cujos recursos captados são destinados ao financiamento da conservação de ecossistemas marinhos e de água doce). Embora essa categoria ainda represente uma pequena parcela do total de dívidas sustentáveis emitidas globalmente, os títulos azuis ganharam destaque em 2024, com a América Latina se sobressaindo – e, especialmente, o Brasil.³ Essas tendências refletem a crescente demanda global por investimentos sustentáveis e demonstram que o mercado brasileiro está evoluindo para aproveitar essas oportunidades de financiamento.

Principais Conceitos

- **Títulos vinculados à destinação de recursos (*use-of-proceeds bonds*):** caracterizados pela destinação dos recursos líquidos da oferta de *bonds* para projetos verdes ou sociais – incluindo, por exemplo, energia renovável, transporte limpo e educação. As emissões devem estar em conformidade com as regulamentações locais, que podem variar em rigor dependendo da jurisdição, e geralmente estão alinhadas com os princípios internacionais, como aqueles adotados pela *International Capital Markets Association* ("ICMA").
- **Títulos vinculados à sustentabilidade (*sustainability-linked bonds* – *SLBs*):** permitem que os recursos sejam usados para fins corporativos gerais ou qualquer outro propósito, mas suas condições de pagamento estão diretamente vinculadas ao cumprimento de metas de desempenho sustentável predefinidas (*sustainability performance targets* ou "SPTs"). De acordo com os princípios da ICMA, as SPTs são determinadas por referência aos principais indicadores-chave de desempenho em sustentabilidade (*key performance indicators* ou "KPIs"), que devem ser (i) relevantes, (ii) mensuráveis ou quantificáveis, (iii) externamente verificáveis e (iv) passíveis de comparação com *benchmarks*. Os KPIs mais comuns entre os emissores brasileiros incluem

¹ Reuters, outubro de 2024 – "Foreign debt financing by Brazilian issuers surges in 2024"
https://www.reuters.com/world/americas/foreign-debt-financing-by-brazilian-issuers-surges-2024-2024-10-23/?utm_source=chatgpt.com.

² Fast Company Brasil, maio de 2024 – "Títulos verdes batem recorde de emissão no Brasil em 2024,"
<https://fastcompanybrasil.com/impacto/titulos-verdes-batem-recorde-de-emissao-no-brasil-em-2024/>.

³ Climate Bonds Initiative, Relatório Global State of the Market 2024, maio de 2025 –
<https://www.climatebonds.net/files/documents/publications/Climate-Bonds-Initiative-Global-State-of-the-Market-Report-May-2025.pdf>; S&P Global Ratings, março de 2025 – "Panorama para títulos sustentáveis em 2025: América Latina lidera caminho para financiamento da natureza," <https://www.spglobal.com/assets/documents/ratings/pt/pdf/2025/2025-03-10-panorama-para-titulos-sustentaveis-em-2025-america-latina-lidera-caminho-para-financiamento-da-natureza.pdf>.

redução de emissões de carbono, adoção de energia renovável e métricas de diversidade no quadro de funcionários.

Tanto os títulos vinculados à destinação de recursos quanto os títulos vinculados à sustentabilidade também são categorizados pelo tipo do elemento sustentável relacionado à emissão – verde, social, azul, de transição ou de sustentabilidade – dependendo da natureza da destinação de recursos ou dos KPIs.

O caminho do Brasil para a integração ESG: *insights* regulatórios

O Brasil não possui uma taxonomia definida ou estrutura regulatória específica para financiamentos de dívida ESG. No entanto, padrões internacionais — especialmente aqueles relacionados à destinação de recursos, às atividades elegíveis e aos benefícios ambientais e sociais esperados (como os Princípios da ICMA) — são comumente seguidos em emissões de dívida. Assim como em outras jurisdições, a classificação de um instrumento financeiro como verde, social, sustentável ou outra categoria rotulada como ESG (por exemplo, "azul") normalmente requer verificação por meio de uma opinião de segunda parte (*Second-Party Opinion* ou "SPO").

Apesar da ausência de uma taxonomia formal ou obrigatória, o Brasil tem se destacado no avanço da regulamentação relacionada a ESG, tendo introduzido importantes regulamentações ao longo dos anos, conforme resumido abaixo:

- **2011 – Lei nº 12.431 (Debêntures Incentivadas):** introduziu debêntures incentivadas destinadas a financiar projetos de infraestrutura em setores estratégicos da economia brasileira, oferecendo isenções fiscais a determinados investidores. Muitos desses projetos estão alinhados com objetivos ambientais ou sociais, incluindo infraestrutura de energia renovável, saneamento básico e habitação de baixa renda. Nesses casos, essas emissões geralmente são rotuladas como debêntures ESG. No entanto, é importante observar que os benefícios fiscais associados a esses instrumentos não são concedidos com base na natureza ESG do projeto em si, mas sim com base no tipo de instrumento e no cumprimento de critérios de elegibilidade específicos não relacionados ao selo ESG.
- **2022 – Regulação da CVM (Ofertas Públicas):** com relação às ofertas públicas de distribuição, a Resolução CVM nº 160 introduziu requisitos específicos para ofertas públicas de títulos verdes, sociais ou sustentáveis, exigindo que as metodologias, princípios e diretrizes de entidades independentes que fundamentem a classificação ESG sejam divulgadas nos prospectos. Fora isso, o tratamento regulatório desses títulos permanece basicamente o mesmo que o das ofertas públicas de distribuição convencionais. Os regulamentos atuais não preveem regras ou penalidades adicionais para o descumprimento dos compromissos ESG. Como resultado, a prática de mercado tem se concentrado em mecanismos contratuais ou de *disclosure*. Esses mecanismos geralmente incluem a retirada do rótulo ESG ou o aumento da taxa de juros ("*step-up*"), em vez da caracterização de inadimplemento ou vencimento antecipado – abordagem essa alinhada às diretrizes da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA).
- **2023 – Regulação da CVM (Obrigações de Divulgação):** a CVM começou a tratar de questões ESG em 2011, com a Instrução CVM nº 480 (atualmente substituída pela Resolução CVM nº 80), que recomendou que as companhias abertas divulgassem práticas socioambientais no Formulário de Referência. A partir de 2023, divulgações específicas relacionadas a ESG no

Formulário de Referência tornaram-se obrigatórias para companhias abertas.⁴ A CVM também introduziu a possibilidade de divulgação voluntária de relatórios de sustentabilidade alinhados às normas do *International Sustainability Standards Board* – ISSB (IFRS S1 e S2), que se tornarão obrigatórias a partir de 1º de janeiro de 2026. Essas regras estabelecem somente obrigações de divulgação periódica para os emissores e não regulam diretamente as ofertas públicas de debêntures com o selo ESG.

- **2023 – Regulação da Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”):** em 2023, a B3 introduziu práticas ESG obrigatórias por meio do Anexo B do seu Regulamento de Emissores, exigindo divulgações, seguindo o método “pratique ou explique”, sobre diversidade nos conselhos de administração, remuneração dos administradores e políticas ESG. No entanto, essas regras não impõem requisitos específicos às ofertas de debêntures com o selo ESG.
- **2024 – Lei nº 14.801 (Debêntures de Infraestrutura e Bonds Incentivados):** introduziu as “debêntures de infraestrutura”⁵ e criou a figura dos “títulos estrangeiros (*bonds*) incentivados”, ampliando as alternativas legais de instrumentos fiscalmente vantajosos para financiar projetos de infraestrutura, inovação e tecnologia sob certas condições. O resultado é um cenário mais rico em opções de financiamento, oferecendo mecanismos complementares e ferramentas adicionais para atrair investimentos estrangeiros.⁶ Com a promulgação da Lei 14.801, as debêntures incentivadas e de infraestrutura vinculadas a projetos com benefícios ambientais ou sociais significativos também passaram a ser elegíveis a processos de revisão simplificados e análise prioritária, embora, por outro lado, estejam sujeitas a requisitos mais rigorosos, como avaliação externa e monitoramento contínuo. Esse equilíbrio visa promover investimentos sustentáveis confiáveis, reforçando a segurança jurídica e evitando a prática de *greenwashing*. Importante ressaltar que os benefícios fiscais são determinados com base no tipo de instrumento e na conformidade regulatória – e não pelas características ESG do projeto.
- **2024 – Decreto nº 11.964 (Regulamento das Debêntures Incentivadas e de Infraestrutura):** editado para promulgar novas regras para emissão de debêntures incentivadas e de infraestrutura, especificando uma lista rigorosa de setores elegíveis, que se concentra em indústrias e projetos relacionados a ESG – excluindo petróleo e gás, já cobertos por regulamentações anteriores. Essa medida reflete o compromisso do governo brasileiro com o desenvolvimento sustentável e se alinha ao crescente interesse global de investidores de impacto, bem como à expansão do mercado de títulos temáticos.
- **2024/2025 – Taxonomia Sustentável Brasileira:** entre dezembro de 2024 e março de 2025, o Ministério da Fazenda realizou consulta pública sobre a Taxonomia Sustentável Brasileira (TSB). A iniciativa tem como objetivo dar clareza sobre a classificação das atividades sustentáveis e orientar investimentos alinhados aos objetivos nacionais e internacionais de desenvolvimento

⁴ Nos termos da Resolução CVM nº 59, que alterou a Instrução CVM nº 480 (atualmente substituída pela Resolução CVM nº 80).

⁵ Esses instrumentos conferem ao emissor um benefício fiscal, permitindo a dedução de mais 30% dos juros pagos aos detentores de títulos da base de cálculo do Imposto de Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ) e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL). Geralmente, os rendimentos recebidos pelos detentores das novas debêntures de infraestrutura estão sujeitos às alíquotas regulares de imposto de renda aplicáveis aos investimentos de renda fixa, com algumas exceções para fundos de investimento públicos e privados específicos. Isso difere do atual regime de debêntures incentivadas (Lei nº 12.431/11), nas quais o benefício fiscal é concedido ao detentor do título e não ao emissor. É importante observar que as debêntures de infraestrutura não substituem as debêntures incentivadas.

⁶ Por exemplo, as debêntures de infraestrutura podem incluir uma cláusula de ajuste cambial, sujeita à autorização do Poder Executivo federal, o que aumenta sua atratividade para investidores estrangeiros.

sustentável.⁷ Com a implementação do TSB, o Brasil se juntará ao grupo de nações que adotam uma estrutura para orientar a economia verde, como é o caso da União Europeia, que usa uma abordagem semelhante. A versão final da primeira edição está prevista para agosto de 2025.

- **2024 – Plataforma EcolInvest:** programa do governo brasileiro que oferece quatro linhas de crédito para apoiar investimentos sustentáveis, incluindo uma plataforma inovadora de *hedge* que atenua o risco cambial, que costuma ser uma grande barreira para investidores estrangeiros em mercados emergentes. Essa plataforma fornece *swaps* cambiais, linhas de crédito de liquidez e ferramentas de *hedge* para proteção contra a depreciação da moeda, melhorando a viabilidade bancária de projetos em áreas como reflorestamento, infraestrutura resiliente, agricultura de baixo carbono, hidrogênio verde e transição energética. Embora não sejam especificamente voltadas para os mercados de capitais de dívida e não tenham benefícios fiscais diretos, as soluções de crédito e risco cambial da EcolInvest apoiam indiretamente projetos financiados por títulos locais, particularmente aqueles com investidores estrangeiros preocupados com o risco cambial.

Perspectivas da regulamentação ESG internacional: EUA e União Europeia

Estados Unidos

Nos Estados Unidos, não há regulamentação federal específica que regule exclusivamente as ofertas de títulos sustentáveis ou com rótulo ESG. No entanto, as divulgações ESG têm se enquadrado cada vez mais no escopo das regras gerais aplicáveis aos valores mobiliários:

- **2010 – Orientações para Divulgações Relacionadas às Mudanças Climáticas:**⁸ Desde a publicação, em 2010, das orientações para divulgações relacionadas às mudanças climáticas (*Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change*), a Comissão de Valores Mobiliários dos Estados Unidos (*U.S. Securities and Exchange Commission* ou "SEC") enfatizou que as obrigações de divulgação até então existentes sob os Regulamentos S-K e S-X podem exigir que os emissores também informem riscos materiais relacionados a ESG, especialmente aqueles relacionados ao clima, exposição a litígios e custos de transição. Embora essa orientação tenha sido baseada em princípios, ela estabeleceu a base para um maior escrutínio, por parte da SEC, quanto às declarações relacionadas a ESG em documentos de oferta, como nos prospectos de ofertas de *bonds*.
- **Regras de Divulgação sobre o Clima:** Em março de 2022, a SEC propôs regras abrangentes exigindo divulgações relacionadas ao clima. Essas regras foram formalmente adotadas em março de 2024, mas rapidamente enfrentaram desafios legais. Em março de 2025, a SEC anunciou que deixaria de defendê-las contra contestações que estavam em andamento. Apesar disso, as orientações para divulgações relacionadas às mudanças climáticas emitidas pela SEC em 2010 permanecem em vigor.
- **Fiscalização da SEC e Ações relacionadas a ESG:** A SEC intensificou sua atuação fiscalizatória contra práticas de *greenwashing* e declarações enganosas relacionadas a ESG. Nos últimos anos,

⁷ O TSB estabelece critérios para classificar as atividades econômicas como sustentáveis, com foco em objetivos climáticos, ambientais e sociais. Ele incorpora princípios como "não causar danos significativos" (DNSH) e salvaguardas mínimas, alinhadas com os padrões nacionais e internacionais existentes. A taxonomia se aplica a vários setores, incluindo agronegócio, indústrias extrativas, manufatura, eletricidade e gás, água e saneamento, gestão de resíduos, construção, transporte e armazenamento e serviços sociais. Além dos aspectos ambientais tradicionais, como as mudanças climáticas, o TSB coloca forte ênfase nas dimensões sociais, abordando questões como direitos indígenas, equidade social e desenvolvimento econômico sustentável.

⁸ Disponível em: <https://www.sec.gov/files/rules/interp/2010/33-9106.pdf>.

a SEC moveu diversas ações contra companhias e fundos de investimento por supervalorizarem seus atributos ESG ou por não conseguirem comprovar métricas relacionadas a ESG divulgadas em documentos de oferta. Para emissores de títulos sustentáveis, isso reforça a importância de garantir a consistência entre as declarações ESG e as práticas corporativas subjacentes, bem como a utilização de verificação por terceiros independentes ao rotular uma oferta como “verde”, “social” ou “sustentável”.

- **Bolsas de Valores dos Estados Unidos:** A New York Stock Exchange (“NYSE”), a Nasdaq Stock Market (“Nasdaq”) e outras bolsas de valores dos Estados Unidos não impõem requisitos específicos de divulgação ESG. Os relatórios ESG permanecem voluntários, guiados por padrões de mercado – como os princípios da ICMA e opiniões de segunda parte (SPOs) – em vez de regras de listagem.

União Europeia (“UE”)

A União Europeia desenvolveu uma estrutura sólida de financiamento sustentável, que também afeta os emissores estrangeiros que acessam os seus mercados de capitais. Regulamentações recentes – incluindo a Diretiva de Relatórios de Sustentabilidade Corporativa (*Corporate Sustainability Reporting Directive* ou “CSRD”), o Regulamento de Divulgação de Finanças Sustentáveis (*Sustainable Finance Disclosure Regulation* ou “SFDR”), o Regulamento de Títulos Verdes da UE (*EU Green Bond Regulation*) e a Taxonomia da UE – aumentaram as expectativas dos investidores por transparência, alinhamento com os padrões da UE e verificação de terceiros. A título de exemplo:

- **2014 – Diretiva de Divulgação de Informações Não Financeiras (“NFRD”):** exigiu que grandes entidades de interesse público (*public interest entities*) na UE divulgassem informações ambientais e sociais. Essa diretiva lançou as bases para a transparência ESG corporativa na UE.
- **2022 – Diretiva de Relatórios de Sustentabilidade Corporativa – CSRD:** Adotada em 2022 para substituir a NFRD. A nova diretiva amplia significativamente o escopo das divulgações obrigatórias relacionadas a ESG e exige o uso das Normas Europeias de Divulgação de Sustentabilidade (*European Sustainability Reporting Standards* ou ESRS). A CSRD entra em vigor de forma escalonada entre 2024 e 2026, embora seu escopo e conteúdo estejam atualmente sob revisão, com a expectativa de alterações que reduzam o número de empresas abrangidas e suas respectivas obrigações.
- **2023 – Regulamento relativo às Obrigações Verdes Europeias (Regulamento (UE) 2023/2631):** aplicável desde dezembro de 2024 – estabelece o primeiro regime voluntário padronizado para rotulagem de títulos de dívida verdes na UE. Para utilizar a designação “Títulos de Dívida Verdes Europeus” ou “*European Green Bond*” (EuGB), os emitentes devem, salvo determinadas exceções, alocar 100% dos recursos captados a atividades ambientalmente sustentáveis alinhadas com a taxonomia da UE e cumprir os requisitos específicos de divulgação e verificação. Embora o uso do rótulo seja opcional, o regulamento está se tornando um referencial de mercado, elevando as expectativas de transparência e consistência mesmo para ofertas de títulos sustentáveis sem rotulagem formal.
- **Em andamento – SFDR, Regulamento da Taxonomia da UE e Lei de Listagem da UE (EU Listing Act):** Esses regulamentos exigem que participantes do mercado financeiro divulguem as características de sustentabilidade de seus produtos e carteiras. Embora se apliquem principalmente a instituições financeiras e gestores de ativos, exercem pressão indireta sobre os emissores corporativos para fornecer dados ESG robustos, especialmente aqueles que buscam atrair capital com foco em sustentabilidade. Além disso, espera-se que a nova Lei de Listagem da

UE introduza divulgações obrigatórias adicionais relacionadas a ESG para valores mobiliários de dívida sujeitos ao Regulamento do Prospecto (Regulamento (UE) 2017/1129) promovidos como integrando fatores ESG ou voltados a objetivos ESG, com entrada em vigor prevista para 2026.

Este texto faz parte de uma série de legal insights de abordagem prática sobre os mercados internacionais de dívida para empresas brasileiras. Siga nossa página para mais atualizações.

Referências:

- Relatório Global do Estado do Mercado da *Climate Bonds Initiative*, 2024, disponível em <https://www.climatebonds.net/resources/reports/state-market-2024>.
- Diretrizes e relatórios oficiais da ANBIMA e da ICMA.
- Regulamento relativo às Obrigações Verdes Europeias – Regulamento (UE) 2023/2631.
- Green Bond Principles (GBP) – ICMA, disponível em <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp/>.
- Social Bond Principles (SBP) – ICMA, disponível em <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/social-bond-principles-sbp/>.
- Sustainability Bond Guidelines (SBG) – ICMA, disponível em <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/sustainability-bond-guidelines-sbg/>.

PRINCIPAIS CONTATOS

EUA



David Bakst
Sócio | Nova Iorque
E: dbakst@mayerbrown.com
Telefone: +1 212 506 2551



Milena Muradian
Advogado | Los Angeles
E: mmuradian@mayerbrown.com
Telefone: +1 213 621 3973

UE



Marcel Hörauf
Sócio | Francoforte
E: mhorauf@mayerbrown.com
Telefone: + 49 69 7941 2236



Peras Peter
Sócio | Londres
E: ppears@mayerbrown.com
Telefone: +44 20 3130 3297

SÃO PAULO



Carlos Motta
Sócio | São Paulo
E: cmotta@mayerbrown.com
Telefone: +55 11 2504 4622



Rodolfo Constantino de Tella
Sócio | São Paulo
E: rtella@mayerbrown.com
Telefone: +55 11 2504 4651



Luis Maximino Otero Montes
Sócio | São Paulo
E: lmontes@mayerbrown.com
Tel: +55 11 2504 4290



Gedham Gomes
Sócio | São Paulo
E: ggomes@mayerbrown.com
Telefone: +55 21 2127 4254



Natália Carvalho Minotto
Associado | São Paulo
E: nminotto@mayerbrown.com
Telefone: +55 11 2504 4235



Beatriz Lavigne
Associado | São Paulo
E: blavigne@mayerbrown.com
Telefone: +55 11 2504 4685