

OS TÍTULOS VERDES E AS REPERCUSSÕES NA DIVULGAÇÃO CONTÁBIL

MINEIA CRISTINA FRANCO
UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA

MARIA ELISABETH MOREIRA CARVALHO ANDRADE

Palavras Chave

Títulos verdes, Informação contábil, Finanças Verdes

|

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
FACULDADE DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**OS TÍTULOS VERDES E AS REPERCUSSÕES NA DIVULGAÇÃO
CONTÁBIL**

Discente: Minéia Cristina Franco. Email: mineia@ufu.br; (34)99962-6992.
Orientadora: Prof.^a Dr.^a Maria Elisabeth Moreira Carvalho Andrade
Coorientadora: Jaluza Maria Lima Silva Borsatto

**UBERLÂNDIA - MG
2022**

1. INTRODUÇÃO

As mudanças climáticas causadas pelo estilo de vida humana têm gerado impactos por todo o planeta, causando preocupações com o meio ambiente e a sustentabilidade. Dessa forma, as empresas enfrentam pressões para a mudança da sua lógica produtiva e prestação de contas de suas ações (CBI, 2022). É mediante a divulgação dos relatórios de sustentabilidade e demonstrações financeiras que as organizações integralizam dados financeiros e não financeiros a fim de evidenciar suas práticas sustentáveis. Assim, as informações referentes à responsabilidade social empresarial, vem assumindo grande relevância para preparadores e utilizadores das informações contábeis (FARIA, 2017).

Em 2015 foi assinado o Acordo de Paris, um tratado internacional que reuniu 195 países na 21ª Conferência das Partes (COP-21) da Convenção-Quadro das Nações Unidas sobre Mudança do Clima, e tinha como objetivo fortalecer a resposta global à ameaça das mudanças climáticas. Neste acordo consolidou-se a Agenda 2030, fixando os 17 Objetivos do Desenvolvimento Sustentável (ODS) que deverão ser implementados até 2030 por países desenvolvidos e em desenvolvimento e constituem-se em um plano de ação para o planeta, aos indivíduos e à prosperidade. Esses objetivos têm pressionado as indústrias a buscarem uma transição verde em seus processos produtivos para redução de emissões de gases (CBI,2022).

A fim de financiar essa transição verde, os investimentos relacionados ao clima devem ser ampliados de 7% em 2017 para 30% em 2030 (IFC, 2019). De acordo com a *International Finance Corporation* (IFC) a contribuição do Brasil para a proteção do clima global exigirá cerca de US\$ 1,3 trilhões entre 2016 e 2030, requerendo a participação de fontes privadas (IFC, 2019). A obtenção desses recursos financeiros para alcançar as metas do desenvolvimento sustentável em relação ao clima implica no envolvimento tanto do setor público como do setor privado, tendo o setor financeiro um papel essencial na mobilização e alocação do capital necessário para essa transição (BERENSMANN; LINDENBERG, 2016). Diante disso, o financiamento dessas mudanças se tornou um desafio para as empresas promovendo o desenvolvimento de uma inovação recente em finanças sustentáveis, tendo como opção os títulos verdes (*green bonds*) (CBI, 2022).

Segundo Reboredo (2018) os títulos verdes referem-se a uma classe de ativos semelhantes aos títulos financeiros convencionais que diferem no uso de seus recursos destinados a projetos com benefícios ambientais. Esses títulos têm ganhado destaque devido ao fato de ser o ativo mais popular no mercado sustentável (KNOCH *et al.*, 2020), além de despontar como uma das opções a auxiliar na mobilização de recursos financeiros para investimentos limpos e sustentáveis (GIANFRATE; PERI, 2019).

O mercado de títulos verdes se expandiu com uma taxa média de crescimento de 54% nos últimos cinco anos. Em 2021, o mercado de títulos verdes atingiu 1,6 trilhões de dólares. De 2020 para 2021 observou-se um crescimento de 75% no mercado de títulos verdes, saltando de 298,1 bilhões de dólares em 2020 para 522,7 bilhões de dólares em 2021. O volume desse crescimento em 2021 se deu pelos mercados dos países desenvolvidos (73%); mercados emergentes (21%) e emissores supranacionais (4%) (CBI, 2022). Importante ressaltar que a pandemia da COVID-19 não desacelerou o mercado de títulos verdes. Estima-se um aumento na emissão dos títulos verdes em 25%, para cerca de 500 bilhões de euros em 2022, com base na promessa da Comissão da União Europeia de emitir até US\$ 250 bilhões em títulos verdes sob seu plano de recuperação (2021–2027) (NN INVESTMENT PARTNERS, 2021). Diante esse cenário, este estudo terá como foco os títulos verdes considerando sua crescente relevância no mercado financeiro.

Na América Latina (ALC) a emissão de títulos verdes mais do que dobrou em menos de dois anos de USD13,6 bilhões em setembro de 2019 para USD30,2 bilhões no final de junho de 2021, conforme um levantamento da *Climate Bonds Initiative* (CBI). Com a recuperação das economias após o impacto da pandemia da COVID-19, e o compromisso de implementar uma recuperação verde e sustentável, acredita-se que há muitas oportunidades para o crescimento das finanças sustentáveis na ALC (CBI, 2022). O Brasil lidera emissão de títulos verdes na América Latina com USD 10,3 bilhões, seguido do Chile (USD 9,5 bilhões) e México (USD 4 bilhões) (CBI, 2022).

O súbito desenvolvimento do mercado de títulos verdes da ALC é impulsionado por emissores existentes bem como a chegada de novos emissores a cada ano. Em 2020, 25 novos emissores lançaram seus primeiros títulos verdes. A maioria desses emissores é do Brasil (17) e do México (3). 19 desses 25 emissores são instituições corporativas, apontando a disposição do setor privado em contribuir com essa nova forma de financiamento (CBI, 2022). Dessa forma, este estudo terá como foco de pesquisa apenas os títulos verdes corporativos de empresas não financeiras. Os títulos de empresas financeiras não serão considerados devido às especificidades dessas empresas bem como os títulos soberanos, que são emitidos pelos governos nacionais, visto que são poucos os países da ALC que emitiram títulos verdes soberanos.

Apesar da rápida evolução do mercado de títulos verdes, tem havido uma falta de definição universalmente aceita dos títulos verdes e padrões comumente reconhecidos (HYUN; PARK; TIAN, 2020). Com o amadurecimento do mercado de títulos verdes, os investidores demandam por definições mais claras e relatórios mais precisos das categorias de projetos verdes elegíveis. A divulgação ineficaz e/ou entendimento do nível de ativos e/ou projetos em estruturas de títulos verdes é uma dificuldade que os investidores ainda enfrentam (CBI, 2022). A transparência e a integridade das informações dos emissores são fundamentais para determinar o alinhamento de um título com os padrões de mercado e taxonomias verdes (CBI, 2022).

A divulgação de demonstrativos financeiros de qualidade, e do relatório de sustentabilidade desempenham um papel importante para a consolidação da confiança dos investidores e do mercado financeiro, afastando a possibilidade da “lavagem verde” (*greenwashing*) (CABY; ZIANE; LAMARQUE, 2020). O *greenwashing* consiste na divergência entre a divulgação da empresa de suas práticas socialmente responsáveis e suas ações efetivas (GATTI; SEELE; RADEMACHER, 2019). A natureza não regulamentada do mercado de títulos verdes gera preocupações em relação ao *greenwashing*. Flammer (2021) argumenta que os títulos verdes podem constituir uma forma de lavagem verde, permitindo que uma empresa construa uma imagem ambientalmente positiva sem fazê-lo. Assim, é importante compreender o impacto que a emissão dos títulos verdes tem em relação a divulgação das informações contábeis relatada nos demonstrativos financeiros e nos relatórios de sustentabilidade de seus emissores e a legitimidade das informações divulgadas, surgindo assim uma lacuna de pesquisa a ser preenchida. Nesse contexto surge o problema de pesquisa: **Quais as repercussões dos títulos verdes na divulgação contábil financeira e não financeira das empresas emissoras?**

Este estudo tem como objetivo: verificar as repercussões dos títulos verdes nas empresas emissoras de países da ALC no período de 2015 a 2021, em relação à divulgação das informações ambientais em seus relatórios de sustentabilidade e demonstrativos financeiros. No intuito de atingir o objetivo proposto será verificado a melhoria dos índices *Environmental, Social and Governance (ESG)* das empresas emissoras dos títulos verdes, com foco no índice *E* que se refere às questões ambientais; serão analisadas as informações de sustentabilidade divulgadas, considerando os padrões

Global Reporting Initiative (GRI) e as Recomendações da Força Tarefa sobre Divulgação Financeira Relacionada ao Clima (TCFD) e o alinhamento aos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS); e avaliar o impacto financeiro das empresas após a emissão dos títulos verdes por meio dos demonstrativos financeiros.

Nos últimos anos, o interesse pelo tema dos títulos verdes tem crescido na área acadêmica. Algumas pesquisas analisam a estrutura de precificação dos títulos verdes com seus títulos convencionais (não verdes) comparáveis (GIANFRATE; PERI, 2019; BACHELET; BECCHETTI; MANFREDONIA, 2019; DORFLEITNER; UTZ; ZHANG, 2021), outros estudos verificaram a ligação dos títulos verdes e suas correlações de preços e efeitos em relação a outros instrumentos financeiros (REBOREDO et al., 2018; FERRER; SHAHZAD; SORIANO, 2021; JIN et al., 2020; LEE; LEE; YI, 2021; LIU et al. 2021; REBOREDO et al. 2020). Outro tema relevante é a reação do mercado de ações aos títulos verdes analisando o efeito do preço das ações do emissor após a emissão de um título verde (ZHOU; CUI, 2019; BAULKARAN, 2019; TANG; ZHANG, 2020; GAO; LI; WANG, 2021).

Chiesa e Barua (2019); Banga (2019); Hyun, Park e Tian (2021) examinaram os fatores determinantes que influenciam a emissão de títulos verdes. Já Pham e Huynh (2020); Flammer (2021); Fatica e Panzica (2021); Yeow e Ng (2021); Zhou e Cui (2019) compararam parâmetros de desempenho de mercado entre o mercado de títulos verdes e outros mercados. Como já apontado pelas pesquisas, um dos determinantes para emissão dos títulos verdes é o fato do emissor querer transmitir ao mercado financeiro boa reputação no que se refere à Responsabilidade Social Corporativa (RSC) (FLAMMER, 2021). Dessa forma, se faz necessário maior investigação dos títulos verdes em relação à divulgação das informações contábeis, preenchendo uma lacuna existente.

Para Caby, Ziane e Lamarque (2020), a divulgação eficiente dos demonstrativos financeiros demonstra ao mercado e aos investidores o compromisso do emissor com o desenvolvimento sustentável e o empenho com as mudanças climáticas e esse comportamento pode levar a riscos de negócios reduzidos, ganhos de eficiência, construção de uma reputação verde e criação de novos mercados. Diante desse cenário, é relevante compreender como a evolução dos títulos verdes tem contribuído com o compromisso dos seus emissores referente ao desenvolvimento sustentável, visto que os emissores têm a responsabilidade de informar como os recursos financeiros provindos desses títulos serão utilizados, cujos recursos financeiros são aplicados exclusivamente para financiar ou refinar projetos verdes elegíveis novos e/ou existentes (ICMA, 2021) e seus impactos ambientais.

A pesquisa se justifica pelo aumento da adoção dos títulos verdes como mecanismo financeiro a fim de financiar projetos e programas na redução de gases de efeito estufa (GEE) e adaptação às mudanças climáticas. Os títulos verdes são títulos de renda fixa que visa o financiamento de projetos com impacto ambiental positivo (KNOCH et al., 2020). A relevância da pesquisa se dá pelo fato da rápida expansão do mercado de títulos verdes ao redor do mundo e a promessa que essa nova ferramenta financeira possa ser o meio pelo qual empresas e países possam alcançar recursos financeiros para uma transição verde, atendendo aos objetivos do Acordo de Paris alinhado aos ODS (TOLLIVER; KEELEY; MANAGI, 2020; FLAMMER, 2021; ZHOU; CUI, 2019; WANG et al., 2021).

A contínua evolução do mercado de títulos verdes está relacionada à melhor divulgação das informações para que o mercado e investidores tenham mais confiança e aumentem seus investimentos junto a esta ferramenta financeira. A originalidade deste estudo se baseia nas análises dos demonstrativos financeiros e de sustentabilidade de empresas emissoras de títulos verdes de países emergentes bem como na verificação da

qualidade da informação contábil divulgada. Esta pesquisa busca contribuir para a literatura de títulos verdes demonstrando as repercussões desta ferramenta financeira na divulgação dos demonstrativos contábeis financeiros e não financeiros das empresas emissoras, identificando a qualidade das informações divulgadas para as partes interessadas.

Diante especificidade dos títulos verdes em direcionar os recursos financeiros adquiridos apenas para projetos ambientais e a possibilidade de um melhor acompanhamento de como os recursos estão sendo destinados, a declaração desta tese consiste em: **a emissão de títulos verdes pode contribuir para melhorar as divulgações das informações contábeis financeiras e não financeiras.**

À medida que o mercado financeiro redireciona o capital para investimentos verdes é importante investigar mais profundamente as características de instrumentos financeiros sustentáveis, como os títulos verdes, como meio de captação de recursos públicos e privados (BALDI; PANDIMIGLIO, 2022). Os autores ressaltam que o papel esperado da estrutura financiada pelos títulos verdes, a mensuração desse impacto por meio das métricas *ESG* e a possibilidade de *greenwashing* na divulgação dos rendimentos ainda são pouco investigados (BALDI; PANDIMIGLIO, 2022).

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA E DESENVOLVIMENTO DE HIPÓTESES

No intuito de ampliar a transição de uma economia convencional para uma economia resiliente ao clima, empreende-se uma mobilização de recursos financeiros para projetos favoráveis ao meio ambiente e desinvestimento em energias fósseis alterando a matriz energética (OECD, 2016), o que proporcionaria novas oportunidades de investimentos. Ao considerar recursos financeiros para projetos favoráveis ao meio ambiente, os títulos verdes vem ganhando popularidade e se estabelecendo como instrumentos financeiros no mercado (REBOREDO; UGOLINI, 2020), com objetivos específicos de financiar projetos que impactam positivamente no contexto das questões ambientais (TANG; ZHANG, 2020).

O primeiro título verde emitido pelo Banco Europeu de Investimento (BEI) em 2007, teve como finalidade financiar projetos de energia renovável e eficiência energética. Desde então, os laços verdes têm sido cada vez mais populares (FLAMMER, 2020). Com o desenvolvimento dos Princípios dos Títulos verdes (*Green Bonds Principles - GBP*), buscando promover a transparência e integridade no mercado de títulos verdes, tem-se a expectativa de incentivar ainda mais o investimento em negócios verdes aumentando o apelo a investidores socialmente responsáveis (AGLIARD; AGLIARD, 2021).

Para a Associação Internacional do Mercado de Capitais, os títulos verdes (*Green Bonds*) são “qualquer tipo de instrumento de título de renda fixa (*bond instrument*) cujos recursos serão aplicados exclusivamente para financiar ou refinar, no todo ou em parte, projetos verdes elegíveis novos e/ou existentes” (ICMA, 2021). Os títulos verdes são de grande relevância para investidores e formuladores de políticas, pois os governos necessitam de recursos financeiros confiáveis por meio de investimentos para atender às diretrizes do Acordo de Paris, no intuito de reduzir a temperatura média global (BANGA, 2018).

Nos últimos cinco anos a literatura acadêmica tem avançado sobre a temática dos títulos verdes produzindo diversos estudos que mostram os títulos verdes como uma ferramenta eficaz no combate às mudanças climáticas (BALDI; PANDIMIGLIO, 2022). Mas ainda é uma literatura limitada que requer mais investigação no que se refere aos títulos verdes.

Alguns estudos mostram que as classificações *ESG*, fatores macroeconômicos, o montante da emissão do título, governança empresarial, avaliação externa de terceiros entre outros, influenciam os *spreads* de títulos verdes como também os indicadores de informação de *greenness* afetam significativamente o nível do prêmio do título verde (DORFLEITNER; UTZ; ZHANG, 2021; KARPFF; MANDEL, 2018; WANG; et al. 2019; HYUN; PARK; TIAN, 2020; IMMEL et al., 2021). A literatura aponta que os títulos verdes podem ser uma ferramenta valiosa para combater mudanças climáticas sem ter que sacrificar parte do retorno gerado pelos ativos tradicionais e atestam que as condições macroeconômicas podem fortalecer ou desestabilizar o desenvolvimento do mercado de títulos verdes (BROADSTOCK; CHENG, 2019; FERRER; SHAHZAD; SORIANO, 2021).

O anúncio de emissão de títulos verdes tem impacto positivo nos preços das ações e o engajamento na prática de financiamento sustentável aumenta o valor da empresa a longo prazo e assim os acionistas são favorecidos (ZHOU; CUI, 2019; WANG et al., 2021). A emissão de títulos verdes impacta não apenas o preço das ações, mas também a rentabilidade das empresas, o desempenho operacional, a capacidade de inovação, desenvolvendo novas oportunidades de negócios e melhora a Responsabilidade Social Corporativa (RSC) atraindo novos investidores (ZHOU; CUI, 2019; BAULKARAN, 2019; TANG; ZHANG, 2020; GAO; LI; WANG, 2021).

Estudos atestam que os emissores de títulos verdes reduziram a emissão de carbono após tomar empréstimos do segmento verde sendo eficazes na melhoria do desempenho ambiental dos emissores (FATICA; PANZICA, 2021; YEOW; NG, 2021). Diante o exposto, vale ressaltar a importância das informações adequadas e da atenção para direcionar os fluxos financeiros para o investimento sustentável (PHAM; HUYNH, 2020). As evidências encontradas na literatura destacam a crescente popularidade dos títulos verdes como um recurso de financiamento viável e potencialmente benéfico no combate ao aquecimento global e apoio à sustentabilidade (CHENG; SHARMA; BROADSTOCK, 2022). Porém, existe uma preocupação por parte dos *stakeholders* das empresas emissoras se envolverem *greenwashing* (BERRONE; FOSFURI; GELABERT, 2017), dessa forma a divulgação das informações de sustentabilidade por parte das organizações se torna imprescindível para afastar a possibilidade dessa prática.

As corporações geralmente divulgam suas estratégias de engajamento ambiental e seus resultados voluntariamente sem o auxílio de relatórios padronizados e verificados externamente (LASHITEW, 2021), dificultando a verificação das ações adotadas para melhorar as práticas ambientais. Diante o exposto é importante compreender a relação dos títulos verdes com a divulgação das informações financeiras e não financeiras das empresas emissoras de títulos verdes.

2.1. Índices *Environmental, Social and Governance (ESG)* e Responsabilidade Social Corporativa (RSC)

Nesta última década houve um aumento nos esforços em construir um futuro mais sustentável dando ênfase em questões de sustentabilidade; revolução social corporativa; responsabilidade e objetivos ambientais, sociais e de governança, dando uma visão ampla e um conjunto definido de questões que se referem coletivamente como “*ESG*” (BONHAM; RIGGS-CRAGUN, 2022). Os indicadores *ESG* são parâmetros praticados por organizações que querem se mostrar socialmente conscientes, ambientalmente sustentáveis e corretamente gerenciadas (YU et al., 2020). Os índices *ESG* funcionam como uma métrica para medir as práticas de sustentabilidade de uma empresa. Lashitew (2021) acredita que as métricas *ESG* buscam informar investidores e partes interessadas sobre processos e resultados corporativos, em vez de resultados de sustentabilidade em

si. Assim sendo, o *greenwashing* pode ser reconhecido como empresas que se empenham em mostrar uma imagem de crescimento sustentável, divulgando uma variedade de dados *ESG*, mas não realizam seus *ESG* de forma consistente para esses padrões (YU et. al, 2020).

Dessa forma, a emissão de títulos verdes pode colaborar para o alcance da consciência ambiental dentro das organizações e com isso melhorar os índices *ESG*, principalmente os índices que compõe o *E*, já que a emissão de títulos verdes reflete diretamente nas questões ambientais e climáticas. Participantes do mercado de capitais, reguladores e outras partes interessadas em todo o mundo têm se preocupado com a transparência e divulgação de informações sobre riscos ambientais, sociais e de governança (*ESG*) financeiramente relevantes (DE SILVA LOKUWADUGE; DE SILVA, 2022). Enquanto o relatório financeiro tradicional é regulamentado, obrigatório e exigido para atender às características qualitativas; relevância; confiabilidade; comparabilidade; materialidade e capacidade de compreensão, os relatórios de sustentabilidade são problemáticos devido à qualidade dos relatórios que não atendem aos mesmos critérios e a falta de sua obrigatoriedade (DE SILVA LOKUWADUGE; DE SILVA, 2022). Os autores julgam necessário maior comparabilidade e transparência a fim de reduzir a complexidade da divulgação de *ESG*, o que poderia mitigar o risco de *greenwashing*, já que o *ESG* é cada vez mais considerado uma parte fundamental do desempenho de negócios eficazes e sustentáveis.

Segundo Cubero (2021) as empresas com suas atividades impactam diretamente o meio ambiente, assim, é relevante que haja ética e responsabilidade corporativa para assumir as possíveis falhas ambientais que ocorrem e tentar mitigá-las. Baldi e Pandimiglio (2022) utilizaram a pontuação *ESG* como métricas para quantificar o impacto do projeto financiado pela emissão de títulos verdes, bem como a relação positiva entre o risco de práticas de *greenwashing* pelo emissor e o rendimento até o vencimento do título verde. Dumitrescu, Gil-Bazo e Zhou (2022) analisaram as pontuações *ESG* e Fundos Mútuos no intuito de identificar a possibilidade de *greenwashing*. Fatemi, Glaum e Kaiser (2018) verificaram a relação das pontuações *ESG* e a divulgação do valor da empresa, considerando a RSC. Zhang (2022) considerou as pontuações *ESG* para tentar captar a prática do *greenwashing*. Assim, pode se observar que as pontuações *ESG* têm sido utilizadas como métricas na literatura tanto para mensurar o desempenho sustentável, como na identificação da possibilidade de *greenwashing* e a melhoria da RSC entre outros temas. Assim, propõe-se as primeiras hipóteses desta pesquisa.

H1a: a emissão de títulos verdes tem relação positiva com índice *E*.

H1b: a emissão de títulos verdes tem relação positiva com a RSC.

2.2. Greenwashing

Devido ao aumento dos problemas ambientais e climáticos ao redor do mundo, o mercado de finanças verdes tem se expandido rapidamente nos últimos anos com estratégias de investimento socialmente responsável, a fim de uma transição para um desenvolvimento mais sustentável e uma economia verde com poluição zero (DELMAS; BURBANO, 2011; DE FREITAS NETTO et al., 2020; BALDI; PANDIMIGLIO, 2022). Nesse contexto, investidores, consumidores e governos têm pressionado as organizações a divulgar informações sobre seu desempenho sustentável, como forma de verificar se os investimentos anunciados estão de fato sendo direcionados para ações de sustentabilidade (FREITAS NETTO et al., 2020).

Dentro dessa nova proposta do mercado financeiro, voltada para finanças verdes para auxiliar na transição verde das empresas, o *greenwashing* (lavagem verde) tem sido uma preocupação para *stakeholders* diante possibilidade dos emissores de títulos verdes,

cujos rendimentos estão comprometidos para financiar projetos ambientais e climáticos, seja uma forma de fazer alegações enganosas sobre o compromisso ambiental da empresa (FLAMMER, 2021). A incidência de *greenwashing* pode afetar negativamente a confiança dos investidores corroendo o mercado de finanças verdes (DELMAS; BURBANO, 2011).

Carlson, Grove e Kangun (1993) distinguiram três categorias de publicidade *greenwashing*: aquelas que empregam alegações falsas; aquelas que omitem informações importantes; aquelas que empregam termo vago ou ambíguo, que se resume a mentir, mentir por omissão ou mentir por falta de clareza. O foco deste trabalho está voltado às divulgações publicadas pelas empresas emissoras de títulos verdes em seus relatórios corporativos e seu alinhamento com o desempenho ambiental considerando a divulgação seletiva e a teoria da legitimidade.

Observar o compromisso corporativo com a sustentabilidade nem sempre é uma tarefa fácil, visto que não há uma regulação internacional obrigatória no que se refere aos títulos verdes e nem uma padronização em relação aos relatórios de sustentabilidade que geralmente é o instrumento de comunicação que permite aos interessados avaliar os níveis de engajamento da empresa em RSC (RUIZ-BLANCO; ROMERO; FERNANDEZ-FEIJOO, 2021). A divulgação de informações de sustentabilidade pode ser impulsionada por alegações estratégicas em resposta à demanda e sinalização dos *stakeholders*, reduzindo a confiabilidade dos relatórios de sustentabilidade (LASHITW, 2021).

Para Gregory (2021) o *greenwashing* é uma forma de decisão estratégica por parte da empresa para enganar investidores e consumidores a fim de aumentar o valor da empresa por meio de produtos e serviços oferecidos. O autor considera que a empresa incorre em custos para manter a farsa, mas não o suficiente para anular o valor de mercado aumentado que obtém de uma reputação melhor. Parguel, Benît-Moreau e Larceneux (2011) encontram evidências de que as classificações de sustentabilidade atuam para deter a lavagem verde e, assim, tornam menos provável que o *greenwashing* agregue valor à empresa. Assim sendo, os títulos verdes podem contribuir para um melhor desempenho ambiental das empresas emissoras e com isso inibir a prática do *greenwashing*, desde que as informações divulgadas estejam consistentes com os resultados apresentados, visto que os títulos verdes são eficazes na melhoria da pegada ambiental das empresas (FLAMMER, 2020).

Ainda são escassas as evidências empíricas sobre *greenwashing* (FLAMMER, 2021), mas sua difusão não deve ser subestimada considerando as crescentes questões referentes aos títulos verdes no setor privado, onde tais estratégias enganosas estão menos sujeitas aos mecanismos de controle dos investidores (SHISHLOV; MOREL; COCHRAN, 2016). Dessa forma, fica difícil para os *stakeholders* distinguirem entre performance de negócios verdadeiramente positiva e empresas que só parecem abraçar um modelo de desenvolvimento sustentável (TORELLI et al., 2020).

O *greenwashing* pode afetar na tomada de decisões dos gestores tanto em aspectos positivos como negativos e a transparência da informação pode afetar as estratégias da empresa bem como o bem-estar social (FERRÓN-VÍLCHEZ et al., 2021; WU et al., 2021). As empresas podem optar por fazer suas divulgações de seus esforços ambientais para desviar a atenção de atividades que possam contribuir negativamente para seu desempenho ambiental (ou seja, *greenwashing* na forma do “pecado do *trade-off* oculto”). E por outro lado, as empresas que fazem essas divulgações podem legitimamente melhorar seu desempenho ambiental geral (HORA; SUBRAMANIAN, 2018).

Os relatórios de sustentabilidade enviam sinais importantes aos acionistas e aos *stakeholders*, de que as informações divulgadas refletem a realização das práticas de RSC e confirmam uma estratégia de aprimoramento para mostrar um melhor desempenho

(UYAR et al., 2020; HAMZA; JARBOUI, 2021). Flammer (2021) considera que um dos determinantes para emissão dos títulos verdes é transmitir ao mercado financeiro boa reputação no que se refere à RSC. A prática do *greenwashing* pode ser uma barreira ao desenvolvimento do mercado de títulos verdes.

Assim este estudo pretende verificar a relação da emissão de títulos verdes com a prática do *greenwashing* e o desempenho ambiental de seus emissores amparados pela teoria da legitimidade. Serão avaliados a diferença das pontuações *ESG* das empresas e as pontuações reais considerando os três pilares, ambiental, social e governança como *proxy* para mensurar o *greenwashing*. Assim surge a segunda hipótese deste estudo.

H1: títulos verdes tem relação negativa com a prática de *greenwashing*.

2.3. Teoria da Legitimidade

A emissão de relatórios de RSC, muitas vezes chamados de relatórios de sustentabilidade, cresceu na última década a fim de legitimar as práticas de sustentabilidade das organizações. Assim, a Teoria da Legitimidade tem sido utilizada na literatura como base explicativa para o aumento da divulgação de informações ambientais em seus relatórios anuais (O'DONOVAN, 2002). Suchman (1995) sugere que as organizações podem se envolver em práticas ambientais para atingir objetivos específicos, como ganhar, manter e/ou reparar sua legitimidade ganhando apoio de seus principais *stakeholders* e garantir o acesso a recursos, entre outros.

Para Deegan et al. (2002) os gestores usam as divulgações sociais e ambientais como um meio de combater a comunicação negativa da organização (ameaças de legitimidade). Os autores enfatizam que o relatório socioambiental divulgado voluntariamente ainda gera muitas questões sobre a motivação dos gestores em divulgar informações relacionadas ao meio ambiente, considerando que essas informações devem ser confiáveis a fim de satisfazer às diversas partes interessadas, para a tomada de decisões.

No entanto, as organizações podem buscar legitimidade adotando táticas de gestão legitimadoras simbólicas e/ou substantivas (CROSSLEY; ELMAGRHI; NTIM, 2021). Os autores ressaltam que as estratégias de gestão de legitimação simbólica procuram demonstrar o compromisso organizacional com as práticas ambientais e sociais, sem uma mudança significativa no comportamento da organização em termos reais. Em contraste, as estratégias substantivas procuram implementar práticas que provoquem mudanças reais no comportamento da empresa. Porém essas mudanças levam tempo e necessitam de recursos financeiros significativos para serem implementadas.

Nesse contexto, diante a especificidade dos títulos verdes em destinar seus recursos financeiros para projetos especificamente ambientais e climáticos, é interessante verificar se as empresas emissoras de títulos verdes têm adotado estratégias simbólicas ou substantivas, verificando a veracidade das informações contidas nos relatórios de sustentabilidade, e se de fato o desempenho ambiental dessas instituições sofreram impactos positivos após a emissão dos títulos verdes, confirmando a legitimidade de suas práticas ambientais.

A teoria da legitimidade está direcionada na percepção de “contrato social”, pelo qual uma empresa realiza ações socialmente desejadas buscando garantir a aprovação de seus objetivos, recompensas e sobrevivência (GUTHRIE; PARKER, 1989). Suchman, (1995, p. 574) define que a “legitimidade é uma percepção generalizada ou suposição de que as ações de uma entidade são desejáveis, adequadas ou apropriadas dentro de algum sistema socialmente construído de normas, valores, crenças e definições”. Diante versatilidade, essa definição pode se ajustar ao âmbito social e/ou ambiental considerando que o desempenho ambiental da empresa seja adequado (SUCHMAN, 1995).

Phillips (2003) sugere uma estrutura de legitimidade em dois níveis a serem seguidos denominada como “legitimidade das partes interessadas”. Primeiro, reconhece que alguns *stakeholders* são mais relevantes para os negócios e, portanto, são legítimos; segundo, que a legitimidade decorre da obrigação moral que é devida aos demais *stakeholders*. Dessa forma, entende-se que as organizações devem abordar e priorizar as partes interessadas imediatas, que terão maior impacto ao negócio e assim mostrar alguma forma de legitimidade moral de suas ações (ELMAGRHI et al., 2019).

De acordo com Deegan (2002), sob a perspectiva da Teoria da Legitimidade, a economia, a política e a sociedade são inseparáveis; e as organizações estão inseridas num sistema social no qual a sociedade e os *stakeholders* determinam sua condição de legitimidade. O estudo aponta que a teoria da legitimidade adota uma crença de que a manutenção de operações organizacionais bem-sucedidas, garantem que a organização pareça estar operando em conformidade com as expectativas da comunidade, atribuindo o estado de “legítimo”. Dessa forma, a legitimidade de uma organização é considerada suscetível de ser contestada quando uma organização não cumpre os termos do “contrato social” e, portanto, com as expectativas da sociedade em que opera (DEEGAN, 2018).

No estudo de O'Donovan (2002), os gestores entrevistados argumentaram que manter a legitimidade é mais fácil do que conquistá-la ou repará-la. O autor identificou que na perspectiva dos gestores, quanto mais significativo o evento, maior a reação de divulgação. Dessa forma, o estudo confirmou que as divulgações ambientais foram realizadas predominantemente para projetar uma organização sob uma luz positiva, e não para demonstrar qualquer forma real de responsabilidade (DEEGAN, 2018). Outra evidência significativa que O'Donovan (2002) forneceu é que as divulgações ambientais do relatório anual eram mais parecidas com “documentos de relações públicas”, e com isso os leitores dos relatórios teriam uma justificativa sólida para serem céticos ao ler as divulgações ambientais corporativas (DEEGAN, 2018).

Assim, as divulgações dos relatórios corporativos de sustentabilidade são imprescindíveis para confirmar a legitimidade das empresas sobre suas práticas ambientais. Contudo, considerando a proposta deste estudo, essa divulgação tem que estar alinhada à melhoria do desempenho ambiental das organizações a fim de justificar suas ações para a preservação do meio ambiente e mudanças climáticas com a emissão dos títulos verdes e alinhadas às ODS, no intuito do cumprimento da Agenda 2030. A legitimidade pode ser percebida como um recurso de fácil manipulação por ações gerenciais, inclusive estratégias de divulgação (DEEGAN, 2018).

2.4. Agenda 2030

Diante problemas ambientais, climáticos e sociais que a sociedade atual e gerações futuras enfrentam, a Assembleia Geral das Nações Unidas em 2015, reuniu 193 países que acataram a necessidade de um desenvolvimento comum para resolver essas questões por meio de um financiamento abrangente (GARCÍA-SÁNCHEZ; AMOR-ESTEBAN; GALINDO-ÁLVAREZ, 2020). Nesta Assembleia os países participantes se comprometeram com a Resolução “Transformando Nosso Mundo: A Agenda 2030 para o Desenvolvimento Sustentável” e assentiram que a erradicação da pobreza em todas as suas formas é um desafio global e um requisito indispensável para o desenvolvimento sustentável nas dimensões econômicas, social e ambiental (ONU, 2015).

Esse acordo possui 17 objetivos para o desenvolvimento sustentável e 169 metas, incluindo a erradicação da pobreza; desigualdades e outros problemas sociais; proteção do meio ambiente e combate às mudanças climáticas até 2030 (ONU, 2015). Assim, os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) estabelecidos na Agenda 2030 envolvem metas específicas para as estratégias de responsabilidade social corporativa

(RSC) que estão sendo aprimoradas em várias empresas para alcançar o desenvolvimento sustentável em todo o mundo (GARCÍA-SÁNCHEZ; AMOR-ESTEBAN; GALINDO-ÁLVAREZ, 2020). As organizações sabem da importância de incluir os ODS em suas estratégias de RSC e de assegurar que as informações divulgadas permitam a identificação de grupos e com isso contribuir para o cumprimento da Agenda 2030 com uma representação da identidade da empresa (GARCÍA-SÁNCHEZ; AMOR-ESTEBAN; GALINDO-ÁLVAREZ, 2020).

De acordo com a visão de Carroll (1991, 2016), a RSC engloba ações externas e internas envolvendo proteção ambiental, contribuição da comunidade, relacionamento com o cliente, questões trabalhistas, qualidade do produto e diversidade de emprego e vários incentivos diferentes de RSC podem coexistir dentro de uma organização. Este estudo abordará a RSC com foco nas questões ambientais e climáticas que estão diretamente relacionadas a emissão dos títulos verdes e ao alinhamento da emissão desses títulos com os ODS relacionados ao clima e meio ambiente. Os títulos verdes vêm sendo uma opção para angariar recursos financeiros para contribuir para uma economia mais sustentável e com isso auxiliar no cumprimento dos ODS estabelecidos pela Agenda 2030. O quadro 5 apresenta os 17 ODS da Agenda 2030.

Quadro 1- Objetivos de Desenvolvimento Sustentável

1- Erradicação da pobreza	10- Redução das desigualdades
2- Fome zero e agricultura sustentável	11- Cidades e comunidades sustentáveis
3- Saúde e bem-estar	12- Consumo e produção responsáveis
4- Educação de qualidade	13- Ação contra mudança global do clima
5- Igualdade de gênero	14- Vida na água
6- Água potável e saneamento	15- Vida terrestre
7- Energia limpa e acessível	16- Paz, justiça e instituições eficazes
8- Trabalho decente e crescimento econômico	17- Parcerias e meios de implementação
9- Indústria, inovação e infraestrutura	

Fonte: elaborada pela autora.

O desenvolvimento sustentável busca conectar diferentes dimensões (econômica, social e ambiental), visando satisfazer as necessidades atuais sem comprometer as necessidades futuras, de forma que os recursos utilizados possam dar lugar a um processo de melhoria social, ambiental, restabelecendo o bem-estar individual e coletivo (BRUNTLAND, 1991). Os ODS foram desenvolvidos a fim de alcançar o desenvolvimento sustentável a longo prazo. De acordo com o Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento (PNUD), eles são um chamado à ação para erradicar os problemas atuais da sociedade, como acabar com a pobreza, proteger o planeta e melhorar globalmente a vida e as perspectivas das pessoas (ONU, 2015).

Entre os ODS mais relevantes em relação às práticas empresariais destaca-se o ODS 12: Garantir padrões sustentáveis de consumo e produção. Este ODS busca abarcar um desenvolvimento onde as práticas de consumo sejam respeitadas com a vida humana e o meio ambiente (ONU, 2015). As metas do ODS 12 abrangem diversos pontos de entrada e atores para promover o consumo e a produção responsáveis, reconhecendo o papel fundamental do setor privado na mudança para novos modelos de produção e consumo sustentáveis (ONU, 2015).

Por meio da meta 12.6 que incentiva as empresas, a adotar práticas sustentáveis e a integrar informações de sustentabilidade em seu ciclo de relatórios, acredita-se que as empresas contribuam com a criação de relatórios de sustentabilidade para trilhar o caminho do desenvolvimento, como um indicador para monitorar e promover relatórios de qualidade que forneçam dados reais, consistentes e comparáveis (CUBERO, 2021). Dessa forma, os títulos verdes fazem parte das práticas sustentáveis de uma empresa e

desde que o recurso dessa ferramenta financeira seja gerido de forma eficaz, esse mecanismo contribuiu para o cumprimento dos ODS. Assim, este estudo poderá confirmar essa relação. e testar a terceira hipótese deste estudo.

H3: a emissão de títulos verdes tem relação positiva com os ODS.

2.5. Global Reporting Initiative (GRI) e as Recomendações da Força Tarefa sobre Divulgação Financeira Relacionada ao Clima (TCFD)

A *Global Reporting Initiative* (GRI) foi lançado em 1997 como uma iniciativa conjunta da *Coalition* para Economias Ambientalmente Responsáveis, um organização não-governamental dos EUA e do Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente. O objetivo dessa iniciativa foi desenvolver uma estrutura de relatórios globalmente aceito, para melhorar a qualidade, rigor, e utilidade dos relatórios de sustentabilidade (GRI, 2002).

As Diretrizes GRI seguem 11 princípios (transparência, inclusão, auditabilidade, completude, relevância, contexto da sustentabilidade, precisão, neutralidade, comparabilidade, clareza e pontualidade) para assegurar que os relatórios de sustentabilidade apresentem uma base razoável e equilibrada referente às questões econômicas, ambientais e sociais, facilitando a comparação ao longo do tempo entre as organizações, e abordar com credibilidade questões de interesse para os *satakeholders* (GRI, 2021).

O primeiro conjunto das Diretrizes da GRI foram publicadas em 1999 e desde então várias revisões foram necessárias. Para o propósito deste estudo, considera-se as Diretrizes para Relatórios de Sustentabilidade da GRI publicado em 2016 devido ao fato desta norma estar vigente para relatórios ou outros materiais publicados até 31 de dezembro de 2022. Os Padrões GRI são um sistema modular composto por três séries de Padrões: os Padrões Universais da GRI, os Padrões Setoriais da GRI e os Padrões de Tópicos da GRI, como ilustra a Figura 1 (GRI, 2021).

Figura 1-Padrões GRI

Padrões Universais	Padrões Setoriais	Padrões de Tópicos
<ul style="list-style-type: none"> •GRI 1:Requisitos e princípios para usar os padrões GRI; •GRI 2: divulgações sobre a organização relatora; •GRI 3: divulgações e orientações sobre os temas materiais da organização; <p>•Aplicar todos os três padrões universais para elaboração dos relatórios.</p>	<ul style="list-style-type: none"> •GRI 11; GRI 12; GRI 13; GRI 14; GRI 15; GRI 16; GRI 17; GRI 18. <p>•Utiliza-se os padrões setoriais que se aplica ao setor da organização.</p>	<ul style="list-style-type: none"> •GRI 201; GRI 403; GRI 305; GRI 415; GRI 303; GRI 202; GRI 304; GRI 205. <p>•Seleciona-se os padrões de tópicos para relatar informações específicas sobre os tópicos materiais da organização.</p>

Fonte: elaborado pela autora com base GRI (2021)

A GRI 1 esclarece o propósito dos Padrões GRI, conceitos críticos e explica a utilização dos padrões especificando os princípios como precisão, equilíbrio e verificabilidade fundamentais para relatórios de boa qualidade. GRI 2 trata das divulgações gerais relacionando detalhes sobre a estrutura de uma organização e práticas de relatórios; atividades e trabalhadores; governança; estratégia; políticas; práticas; e engajamento das partes interessadas. Eles fornecem informações sobre o perfil e a escala da organização e ajudam a fornecer um contexto para a compreensão dos impactos de

uma organização. GRI 3 explica as etapas pelas quais uma organização pode determinar os temas mais relevantes para seus impactos, seus temas materiais e descreve como as normas setoriais são utilizadas nesse processo (GRI, 2021).

Os padrões setoriais da GRI pretendem aumentar a qualidade, abrangência e consistência dos relatórios das organizações. Cada Padrão Setorial consiste em uma seção que fornece uma visão geral das características do setor, incluindo as atividades e relações comerciais que podem sustentar seus impactos. Os tópicos e as divulgações associadas são determinados usando evidências específicas do setor, instrumentos internacionais e conselhos de especialistas do setor (GRI, 2021).

De acordo com *Global Reporting Initiative* os padrões de tópicos contêm divulgações para fornecer informações mais detalhadas e o GRI 2 auxilia nesse processo, especificando divulgações em detalhes para diferentes aspectos das atividades de uma organização. O GRI 3 explica passo a passo como identificar e avaliar os impactos juntamente com sua significância. Compreender o contexto de uma organização é um fator importante para identificar e avaliar a significância e o gerenciamento de seus impactos (GRI, 2021). As séries 200, 300 e 400 da GRI apresentam Normas Específicas. Elas são usadas para o relato de informações sobre os impactos de uma organização relacionados a tópicos econômicos, ambientais e sociais respectivamente (GRI 2016).

Em 2015 o Conselho de Estabilidade Financeira (*Financial Stability Board*) criou uma força-tarefa liderada pela indústria: a Força-tarefa para Divulgações Financeiras Relacionadas às Mudanças Climática (TCFD). Foi solicitado à TCFD que desenvolvessem divulgações financeiras relacionadas às mudanças climáticas, voluntárias e consistentes, para auxiliar investidores, credores e agentes de subscrição de seguros a compreender riscos relevantes (TCFD, 2017). A Força-tarefa é composta por 32 membros selecionados globalmente pelo *Financial Stability Board* que advêm de várias organizações, incluindo grandes bancos, seguradoras, gestoras de ativos, fundos de pensão, grandes empresas não financeiras, empresas de contabilidade e consultoria e agências de classificação de risco (TCFD, 2017).

Como resultado deste trabalho, a Força-tarefa apresentou em 2017 um relatório contendo recomendações para ajudar as empresas a divulgar informações financeiras relacionadas às mudanças climáticas, com base na experiência dos membros, o engajamento com *stakeholders* e os regimes existentes de divulgação relacionada ao clima, para criar um protocolo singular e acessível para divulgações financeiras relacionadas às mudanças climáticas. O relatório estabelece recomendações para a divulgação de informações claras, comparáveis e consistentes sobre os riscos e oportunidades apresentados pelas mudanças climáticas e a TCFD acredita que sua ampla adoção pode garantir que os efeitos das mudanças climáticas sejam rotineiramente considerados nas decisões de negócios e investimentos (TCFD, 2017). De acordo com a Fundação IFRS as características qualitativas de informações úteis sobre sustentabilidade precisam ser desenvolvidas, baseando-se em princípios estabelecidos em estruturas existentes, como por exemplo o TCFD (IFRS, 2020).

A adoção das recomendações também auxiliará as empresas a demonstrar sua responsabilidade e visão de futuro ao considerar as questões climáticas, o que levará a uma alocação de capital mais inteligente e eficiente e ajudará a facilitar a transição para uma economia mais sustentável e de baixo carbono (TCFD, 2017). Dessa forma, este estudo por meio das diretrizes GRI e das recomendações da TCFD buscará desenvolver um índice de divulgação com base no trabalho de Clarkson et al. (2008), no intuito de mensurar a divulgação das informações de sustentabilidade, confrontando com informações financeiras e desempenho ambiental das empresas emissoras de títulos verdes que farão parte da amostra deste estudo e testar a quarta hipótese desta pesquisa.

H4: títulos verdes tem relação positiva com o índice de divulgação nos relatórios contábeis.

3. ASPECTOS METODOLÓGICOS

Este capítulo tem por intuito explicar os procedimentos metodológicos adotados, bem como as variáveis utilizadas e os testes estatísticos realizados para análise de dados. A primeira seção aborda a caracterização da pesquisa, a população, a amostragem e a amostra. Na segunda seção apresenta-se as variáveis do estudo e na terceira seção os procedimentos de análise utilizados. Para alcançar o objetivo deste estudo de verificar as repercussões dos títulos verdes nas empresas emissoras em relação à divulgação das informações ambientais em seus relatórios de sustentabilidade e demonstrativos financeiros, será feita uma análise comparativa entre empresas privadas, emissoras de títulos verdes e empresas privadas que não emitiram títulos verdes, em países da América Latina no período de 2015 a 2021. Serão selecionadas empresas listadas na Bolsa de Valores Brasil, Bolsa e Balcão B3 e os países que farão parte dessa amostra compreende Brasil, Chile e México por serem os maiores emissores de títulos verdes da ALC. Neste estudo serão considerados apenas títulos verdes corporativos, não sendo incluídos nesta amostra títulos de empresas financeiras devido às suas especificidades e nem títulos soberanos que são emitidos pelos governos nacionais, visto que nem todos os países contidos nessa amostra emitiram essa modalidade de títulos verdes.

No intuito de atingir o objetivo proposto, será verificado os índices *Environmental, Social and Governance* (ESG) das empresas que fazem parte da amostra, avaliando a melhoria desses índices ao longo do período analisado. Serão utilizadas informações de divulgação de índices *ESG* das empresas emissoras e informações de desempenho real de *ESG* como *proxy* para verificar o desempenho ambiental das organizações e a possibilidade de *greenwashing*. Além dos índices gerais *ESG* será observado também o índice *E* que se refere às questões ambientais, visto que os títulos verdes tem impacto direto.

A fim de avaliar a divulgação das informações contábeis financeiras e não financeiras serão analisadas as informações dos demonstrativos contábeis e do relatório de sustentabilidade divulgadas, considerando os padrões *Global Reporting Initiative* (GRI) e as Recomendações da Força Tarefa sobre Divulgação Financeira Relacionada ao Clima (TCFD). Com esse intuito será elaborado um índice de divulgação por meio de um *checklist*, especificamente para este estudo, com base no trabalho de Clarkson et al. (2008), a fim de identificar a aderência das empresas pesquisadas aos padrões GRI e às recomendações da TCFD, como consta no apêndice A, como também confrontar com as informações de desempenho ambiental divulgadas pelas empresas. Por meio do *checklist* é possível que este trabalho consiga verificar a qualidade das informações contábeis divulgadas, bem como a incidência de *greenwashing* por parte das organizações.

O desempenho financeiro das organizações, serão avaliados com a finalidade de identificar o impacto da emissão dos títulos verdes sob as empresas emissoras por meio da divulgação das informações contábeis que se encontra nos dos demonstrativos financeiros. Para atingir esse objetivo serão analisados indicadores de liquidez; indicadores de estrutura de capital e endividamento; indicadores de lucratividade e rentabilidade; como também valor da empresa em função do preço da ação.

Dessa forma, o presente estudo pode ser tratado como descritivo, pois visa descrever o fenômeno no qual são verificados os procedimentos adotados na divulgação das informações contábeis e a frequência com que isso ocorre. Quanto ao problema de pesquisa, adota-se a classificação quantitativa, uma vez que serão adotados procedimentos matemáticos com a finalidade de apresentar um modelo de como as

variáveis se relacionam. As bases de dados utilizadas são: Bloomberg; Refinitiv; Economática e *Green Bond Transparency Platform* (GBTP) que é uma Plataforma de Transparência de Títulos Verdes que abrange emissores no mercado de títulos verdes na América Latina e Caribe, desenvolvida pelo Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e o BID *Invest*, com a finalidade de promover uma padronização das informações de títulos verdes para aumentar a confiança dos investidores (BID, 2022).

A variável dependente deste estudo consiste numa variável *Dummy* “*GREEN BOND*”, podendo assumir o valor 1 se a empresa for emissora de títulos verdes e 0 se não for emissora. Como variáveis independentes, serão utilizados o “*ESG*” que corresponde na pontuação de divulgação ambiental, social e de governança coletada na base de dados da Refinitiv que fornecem informações consistentes e estimativas abrangentes das práticas de RSC e as pontuações dos três pilares, ou seja, as dimensões ambiental, social e de governança, que foram usados como indicadores de desempenho real *ESG*; o “*IND DIVUL*” que representa o índice de divulgação das empresas identificados por meio do *checklist* e o índice *E* que representa o desempenho ambiental.

Para análise desse estudo são consideradas algumas variáveis de controle como tamanho da empresa; margem bruta que indica a porcentagem de ganho da empresa por cada venda realizada; EBITDA, que indica o quanto a empresa é rentável; margem líquida, porcentagem de lucro líquido obtido pela empresa em relação à receita total; liquidez corrente, O índice de liquidez corrente mede a capacidade de pagamento da empresa a curto prazo; ROE permite a avaliação da geração de valor da empresa a partir do uso de seus próprios recursos (MARTINS; DINIZ; MIRANDA, 2018). Serão considerados também o índice de endividamento geral bem como a participação do capital de terceiros.

4. REFERÊNCIAS

AGLIARDI, E.; AGLIARDI, R. Corporate green bonds: Understanding the greenium in a two-factor structural model. **Environmental and Resource Economics**, v. 80, n. 2, p. 257-278, 2021.

BACHELET, M. J.; BECCHETTI, L.; MANFREDONIA, S. The green bonds premium puzzle: The role of issuer characteristics and third-party verification. **Sustainability**, v. 11, n. 4, p. 1098, 2019.

BALDI, F.; PANDIMIGLIO, A. The role of ESG scoring and greenwashing risk in explaining the yields of green bonds: A conceptual framework and an econometric analysis. **Global Finance Journal**, p. 100711, 2022.

BANCO INTERAMERICANO DE DESENVOLVIMENTO – BID. **Plataforma de transparência de títulos verdes: ferramenta chave para emissores da região**. Abril 2022. Disponível em: <https://www.iadb.org/pt/noticias/plataforma-de-transparencia-de-titulos-verdes-ferramenta-chave-para-emissores-da-regiao#:~:text=A%20GBTP%2C%20lan%C3%A7ada%20em%20abril,verdes%20e%20facilitar%20os%20investimentos>. Acesso em: 22 ago. 2022.

BANGA, J. The green bond market: a potential source of climate finance for developing countries. **Journal of Sustainable Finance & Investment**, v. 9, n. 1, p. 17-32, 2019. <https://doi.10.1080/20430795.2018.1498617>.

BAULKARAN, V. Stock market reaction to green bond issuance. **Journal of Asset Management**, v. 20, n. 5, p. 331-340, 2019.

- BERENSMANN, K.; LINDENBERG, N. Finanças verdes: atores, desafios e recomendações de políticas. **Instituto Alemão de Desenvolvimento/Deutsches Institut für Entwicklungspolitik (DIE) Briefing Paper**, v. 23, 2016.
- BERRONE, P.; FOSFURI, A.; GELABERT, L. Does greenwashing pay off? Understanding the relationship between environmental actions and environmental legitimacy. **Journal of Business Ethics**, v. 144, n. 2, p. 363-379, 2017.
- BONHAM, J.; RIGGS-CRAGUN, A. An Accounting Framework for ESG Reporting. **Chicago Booth Research Paper**, n. 22-05, 2022.
- BROADSTOCK, D. C.; CHENG, L. TW. Time-varying relation between black and green bond price benchmarks: Macroeconomic determinants for the first decade. **Finance research letters**, v. 29, p. 17-22, 2019.
- BRUNDTLAND, G. H. **Nosso futuro comum: Comissão Mundial sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento**. 2a. ed. Rio de Janeiro: FGV, 1991.
- CABY, J.; ZIANE, Y.; LAMARQUE, E. The determinants of voluntary climate change disclosure commitment and quality in the banking industry. **Technological Forecasting and Social Change**, v. 161, p. 120282, 2020.
- CARLSON, L.; GROVE, S. J.; KANGUN, N. A content analysis of environmental advertising claims: A matrix method approach. **Journal of advertising**, v. 22, n. 3, p. 27-39, 1993.
- CARROLL, A. B. et al. The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders. **Business horizons**, v. 34, n. 4, p. 39-48, 1991.
- CHEN, H.; BERNARD, S.; RAHMAN, I. Greenwashing in hotels: A structural model of trust and behavioral intentions. **Journal of cleaner production**, v. 206, p. 326-335, 2019.
- CHENG, L. TW; SHARMA, P.; BROADSTOCK, D.C. Interactive effects of brand reputation and ESG on green bond issues: A sustainable development perspective. **Business Strategy and the Environment**. 2022.
- CLIMATE BONDS INITIATIVE (CBI). 2016. **Bonds and climate change: The state of the market in 2016**. Disponível em: <https://www.climatebonds.net/resources/publications/bonds-climate-change-2016/>. Acesso 30 mai. 2022.
- CLIMATE BONDS INITIATIVE (CBI). **Sustainable debt global state of the market 2021**. Abr. 2022. Disponível em: <https://www.climatebonds.net/resources/reports/sustainable-debt-global-state-market-2021>
- CROSSLEY, R. M.; ELMAGRHI, M. H.; NTIM, C. G. Sustainability and legitimacy theory: The case of sustainable social and environmental practices of small and medium-sized enterprises. **Business Strategy and the Environment**, 2021.
- CUBERO, M. C. La Responsabilidad Social Empresarial y el Greenwashing como estrategias empresariales: efectos sobre el medio ambiente. Caso de la industria textil. **Observatorio Medioambiental**, v. 24, p. 21-32, 2021.

- DE SILVA LOKUWADUGE, C. S.; DE SILVA, K. M. ESG Risk Disclosure and the Risk of Green Washing. **Australasian Accounting, Business and Finance Journal**, v. 16, n. 1, p. 146-159, 2022.
- DEEGAN, C. M. Introduction: The legitimising effect of social and environmental disclosures—a theoretical foundation. **Accounting, auditing & accountability journal**, 2002.
- DEEGAN, C. M. Legitimacy theory: Despite its enduring popularity and contribution, time is right for a necessary makeover. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, 2019.
- DE FREITAS NETTO, S. V. et al. Concepts and forms of greenwashing: A systematic review. **Environmental Sciences Europe**, v. 32, n. 1, p. 1-12, 2020.
- DELMAS, M. A.; BURBANO, V. C. The drivers of greenwashing. **California management review**, v. 54, n. 1, p. 64-87, 2011.
- DORFLEITNER, G.; UTZ, S.; ZHANG, R. The pricing of green bonds: external reviews and the shades of green. **Review of Managerial Science**, p. 1-38, 2021.
- DUMITRESCU, A.; GIL-BAZO, J.; ZHOU, F. Defining Greenwashing. **Available at SSRN 4098411**, 2022.
- FARIA, M. J. S. Tipos de divulgação da informação financeira e não financeira de responsabilidade social empresarial. **Cadernos EBAPE. BR**, v. 15, n. SPE, p. 534-558, 2017.
- FATICA, S.; PANZICA, R.; RANCAN, M. The pricing of green bonds: are financial institutions special? **Journal of Financial Stability**, v. 54, p. 100873, 2021.
- FERRER, R.; SHAHZAD, S. J. H.; SORIANO, P. Are green bonds a different asset class? Evidence from time-frequency connectedness analysis. **Journal of Cleaner Production**, v. 292, p. 125988, 2021.
- FERRÓN-VÍLCHEZ, V.; VALERO-GIL, J.; SUÁREZ-PERALES, I. How does greenwashing influence managers' decision-making? An experimental approach under stakeholder view. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 28, n. 2, p. 860-880, 2021.
- FLAMMER, C. Green bonds: effectiveness and implications for public policy. **Environmental and Energy Policy and the Economy**, v. 1, n. 1, p. 95-128, 2020.
- FLAMMER, C. Corporate green bonds. **Journal of Financial Economics**, v. 142, n. 2, p. 499-516, 2021.
- GAO, Y.; LI, Y.; WANG, Y. The dynamic interaction between investor attention and green security market: an empirical study based on Baidu index. **China Finance Review International**, 2021.
- GARCÍA-SÁNCHEZ, I. M.; AMOR-ESTEBAN, V.; GALINDO-ÁLVAREZ, D. Communication strategies for the 2030 agenda commitments: A multivariate approach. **Sustainability**, v. 12, n. 24, p. 10554, 2020.
- GATTI, L.; SEELE, P.; RADEMACHER, L. Grey zone in—greenwash out. A review of greenwashing research and implications for the voluntary-mandatory transition of CSR. **International Journal of Corporate Social Responsibility**, v. 4, n. 1, p. 1-15, 2019.

- GIANFRATE, G.; PERI, M. The green advantage: Exploring the convenience of issuing green bonds. **Journal of cleaner production**, v. 219, p. 127-135, 2019.
- GLOBAL REPORTING INITIATIVE - GRI. Guidelines. 2016. Disponível em: <<https://www.globalreporting.org/standards/download-the-standards/>>. Acesso em: 10 ago. 2022.
- GLOBAL REPORTING INITIATIVE - GRI. Guidelines. 2021. Disponível em: <<https://www.globalreporting.org/standards/download-the-standards/>>. Acesso em: 10 ago. 2022.
- GREGORY, R. P. When is greenwashing an easy fix?. **Journal of Sustainable Finance & Investment**, p. 1-24, 2021.
- GUTHRIE, J.; PARKER, L.D. Corporate social reporting: a rebuttal of legitimacy theory. **Accounting and business research**, v. 19, n. 76, p. 343-352, 1989.
- HAMZA, S.; JARBOUI, A. CSR or social impression management? Tone management in CSR reports. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, 2021.
- HORA, M.; SUBRAMANIAN, R. Relationship between positive environmental disclosures and environmental performance: An empirical investigation of the greenwashing sin of the hidden trade-off. **Journal of industrial ecology**, v. 23, n. 4, p. 855-868, 2019.
- HYUN, S.; PARK, D.; TIAN, S. The price of going green: the role of greenness in green bond markets. **Accounting & Finance**, v. 60, n. 1, p. 73-95, 2020.
- IFRS Foundation, 2020. **Consultation Paper on Sustainability Reporting September 2020**. Disponível em: <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/project/sustainability-reporting/consultation-paper-on-sustainability-reporting.pdf> Acesso em: 23 ago. 2022
- International Capital Market Association (ICMA). **The green bond principles**. Jun. 2017.
- International Capital Market Association (ICMA). **The green bond principles**. Jun. 2021. Disponível em: <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp/>
- IMMEL, M. et al. Títulos verdes: tons de verde e marrom. **Journal of Asset Management**, v. 22, n. 2, pág. 96-109, 2021.
- International Capital Market Association (ICMA). **Green Bond Principles Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds**. Disponível em: <<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Green-Bond-Principles-June-2021-140621.pdf>> Acesso em: 21 ago. 2021.
- KNOCH, M.; PLASKEN, C. V. D.; SOMMER, S.; SILVEIRA, A. **O mercado emergente de finanças verdes no Brasil**. Deutsche Gesellschaft für Internationale Zusammenarbeit (GIZ) GmbH. Jun 2020.
- LASHITEW, A. A. Corporate uptake of the Sustainable Development Goals: Mere greenwashing or an advent of institutional change?. **Journal of International Business Policy**, v. 4, n. 1, p. 184-200, 2021.
- LI, Z. et al. The interest costs of green bonds: Credit ratings, corporate social responsibility, and certification. **Emerging Markets Finance and Trade**, v. 56, n. 12, p. 2679-2692, 2020.
- MARTINS, E.; DINIZ, J. A.; MIRANDA, G. J. **Análise avançada das demonstrações contábeis: uma abordagem crítica**. 2ª Ed. Editora: Atlas. 2018.

NN Investment partners. **Green Bond Bulletin: 25% rise in issuance seen for 2022**. Out. 2021. Disponível em: <https://www.nnip.com/en-INT/professional/insights/articles/green-bond-bulletin-25-percent-rise-in-issuance-seen-for-2022>. Acesso em: 30 mai. 2022.

O'DONOVAN, G. Environmental disclosures in the annual report: Extending the applicability and predictive power of legitimacy theory. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 15, n. 3, p. 344-371, 2002.

Organização das Nações Unidas (ONU). Transformando nosso mundo: A Agenda 2030 para o Desenvolvimento Sustentável. 2015. Disponível em: <https://brasil.un.org/>. Acesso em: 13 jul. 2022.

PARGUEL, B.; BENOÎT-MOREAU, F.; LARCENEUX, F. How sustainability ratings might deter 'greenwashing': A closer look at ethical corporate communication. **Journal of business ethics**, v. 102, n. 1, p. 15-28, 2011.

PHAM, L.; HUYNH, T. L. D. How does investor attention influence the green bond market?. **Finance Research Letters**, v. 35, p. 101533, 2020.

PHILLIPS, R. (2003). Stakeholder legitimacy. *Business Ethics Quarterly*, 13(1), 25–41. <https://doi.org/10.5840/beq20031312>

PIÑEIRO-CHOUSA, J. et al. The influence of investor sentiment on the green bond market. **Technological Forecasting and Social Change**, v. 162, p. 120351, 2021.

REBOREDO, J. C. Green bond and financial markets: Co-movement, diversification and price spillover effects. **Energy Economics**, v. 74, p. 38-50, 2018.

REBOREDO, J. C.; UGOLINI, A. Price connectedness between green bond and financial markets. **Economic Modelling**, v. 88, p. 25-38, 2020.

REPORTING, Sustainability. GRI standards. **Retrieved June**, 2021

RUIZ-BLANCO, S.; ROMERO, S.; FERNANDEZ-FEIJOO, B. Green, blue or black, but washing—What company characteristics determine greenwashing?. **Environment, Development and Sustainability**, p. 1-22, 2021.

SHISHLOV, I.; MOREL, R.; COCHRAN, I. Beyond transparency: unlocking the full potential of green bonds. **Institute for Climate Economics**, v. 2016, p. 1-28, 2016.

SUCHMAN, M. C. Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. **Academy of management review**, v. 20, n. 3, p. 571-610, 1995.

TANG, D. Y.; ZHANG, Y. Do shareholders benefit from green bonds?. **Journal of Corporate Finance**, v. 61, p. 101427, 2020.

TCFD - Task Force on Climate-related Financial Disclosures. **Como implementar recomendações da Força Tarefa para Divulgações Financeiras Relacionadas às Mudanças Climáticas**. Jun. 2017. Disponível em: <https://cebds.org/confira-as-recomendacoes-da-tcfd-traduzidas-para-o-portugues/#.YnLRfNrMLIU>

TOLLIVER, C; KEELEY, A. R.; MANAGI, S. Policy targets behind green bonds for renewable energy: Do climate commitments matter?. **Technological Forecasting and Social Change**, v. 157, p. 120051, 2020.

TOLLIVER, C.; KEELEY, A. R.; MANAGI, S. Drivers of green bond market growth: The importance of Nationally Determined Contributions to the Paris Agreement and implications for sustainability. **Journal of cleaner production**, v. 244, p. 118643, 2020.

- TORELLI, R.; BALLUCHI, F.; LAZZINI, A. Greenwashing and environmental communication: Effects on stakeholders' perceptions. **Business Strategy and the Environment**, v. 29, n. 2, p. 407-421, 2020.
- UYAR, A.; KARAMAN, A. S.; KILIC, M. Is corporate social responsibility reporting a tool of signaling or greenwashing? Evidence from the worldwide logistics sector. **Journal of Cleaner Production**, v. 253, p. 119997, 2020.
- YEOW, K. Ee; NG, S. H. The impact of green bonds on corporate environmental and financial performance. **Managerial Finance**, 2021.
- YU, E. P.; VAN LUU, B.; CHEN, C. H. Greenwashing in environmental, social and governance disclosures. **Research in International Business and Finance**, v. 52, p. 101192, 2020.
- WANG, Q. et al. Research on the factors affecting the risk premium of China's green bond issuance. **Sustainability**, v. 11, n. 22, p. 6394, 2019.
- WANG, J. et al. The market reaction to green bond issuance: Evidence from China. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 60, p. 101294, 2020.
- WOROKINASIH, S.; ZAINI, M. L. Z. B. M. The mediating role of corporate social responsibility (CSR) disclosure on good corporate governance (GCG) and firm value. A technical note. **Australasian Accounting, Business and Finance Journal**, v. 14, n. 1, p. 88-96, 2020.
- WU, Y.; ZHANG, K.; XIE, J. Bad greenwashing, good greenwashing: Corporate social responsibility and information transparency. **Management Science**, v. 66, n. 7, p. 3095-3112, 2020.
- ZERBIB, O. D. The effect of pro-environmental preferences on bond prices: Evidence from green bonds. **Journal of Banking & Finance**, v. 98, p. 39-60, 2019.
- ZHOU, X.; CUI, Y. Green bonds, corporate performance, and corporate social responsibility. **Sustainability**, v. 11, n. 23, p. 6881, 2019.