



# ADM

CONGRESSO INTERNACIONAL DE  
ADMINISTRAÇÃO



29 de setembro  
a 02 de outubro

## 2025

Campus Central UEPG  
Ponta Grossa | PR

**Administração 5.0: Liderando Organizações  
Sustentáveis e Inovadoras no Mundo Digital**

**Realização:**



**Apoio:**



## **TÍTULOS SOBERANOS SUSTENTÁVEIS: ARCABOUÇO E TAXONOMIA SUSTENTÁVEL**

## **SUSTAINABLE SOVEREIGN BONDS: FRAMEWORK AND SUSTAINABLE TAXONOMY**

### **ÁREA TEMÁTICA: FINANÇAS**

Túlio Pereira Neves, UFJF, Brasil, [tuliopneves@gmail.com](mailto:tuliopneves@gmail.com)

Marinette Santana Fraga, UFJF, Brasil, [marinette.fraga@ufjf.br](mailto:marinette.fraga@ufjf.br)

Laura Brandão Costa, UFJF, Brasil, [laura.costa@ufjf.br](mailto:laura.costa@ufjf.br)

Natan Coelho de Souza, UFJF, Brasil, [natancoelho.souza@estudante.ufjf.br](mailto:natancoelho.souza@estudante.ufjf.br)

### **Resumo**

O objetivo deste artigo é analisar o Arcabouço Brasileiro para Títulos Soberanos Sustentáveis para fins de elaboração de propósitos direcionados a Taxonomia Sustentável no Brasil. Delineou-se como problema de pesquisa: quais propósitos podem ser identificados para uma Taxonomia Sustentável Nacional? Justifica-se que o arcabouço, fonte base da pesquisa, é documento norteador da emissão dos títulos soberanos sustentáveis rumo ao desenvolvimento sustentável; temática que se insere nos debates do campo científico, do empresarial e no cenário das Conferências das Nações Unidas sobre Mudança do Clima. Quanto à metodologia, classificou-se a pesquisa como qualitativa, exploratória, descritiva e documental. Aplicou-se a análise de conteúdo para a interpretação das informações. A descrição teórica abrange aspectos sociais, critérios de elegibilidade, alinhamento com os objetivos do desenvolvimento sustentável e relatórios de alocação e impactos. Os resultados permitiram delinear como um dos propósitos o confirmatório. Ele identifica o alinhamento do arcabouço brasileiro aos fundamentos da *International Capital Markets Association*. No Brasil, o Banco Central possui uma Taxonomia de Títulos Verdes, mas o país está direcionado para a construção de uma Taxonomia Sustentável Nacional. Outros propósitos foram o participativo; o da entidade; o controlista /gerencial e o da efetivação, transparência e equidade.

**Palavras-chave:** Títulos Sustentáveis; Arcabouço Brasileiro; Finanças Sustentáveis; Taxonomia Sustentável.

### **Abstract**

The aim of this article is to analyze the Brazilian Framework for Sustainable Sovereign Bonds in order to develop purposes for a Sustainable Taxonomy in Brazil. The research problem was: What purposes can be identified for a National Sustainable Taxonomy? It is justified by the fact that the framework, the basic source of the research, is a guiding document for the issuance of sustainable sovereign bonds towards sustainable development; a theme that is part of the debates in the scientific and business fields and in the context of the United Nations Conferences on Climate Change. In terms of methodology, the research was classified as qualitative, exploratory, descriptive, and documentary. Content analysis was used to interpret the information. The theoretical description covers social aspects, eligibility criteria, alignment with the sustainable development goals and allocation and impact reports. The results identified the confirmatory approach to be outlined as one of the purposes. It identifies the alignment of the Brazilian framework with the fundamentals of the International Capital Markets Association. In Brazil, the central bank has a Green Bond Taxonomy, but the country is moving towards the construction of a National Sustainable Taxonomy, but the country is moving towards the construction of a National Sustainable Taxonomy. Other purposes were the participatory; the entity; the control/management and the effectiveness, transparency, and equity.

**Keywords:** *Sustainable Bonds; Brazilian Framework; Sustainable Finance; Sustainable Taxonomy.*

## 1. INTRODUÇÃO

O Brasil é um dos países que perscruta a se comprometer com os objetivos de desenvolvimento sustentável (ODS) estabelecidos pela Agenda 2030 das Nações Unidas (ONU). Entre as ações desenvolvidas pelo país estão a proteção ambiental, a promoção de energias renováveis, os projetos voltados à inclusão social, o combate à pobreza e a igualdade de gênero (CNJ, 2021).

No Brasil, o tesouro nacional define os títulos soberanos sustentáveis como sendo os instrumentos de dívida pública lastreados em programações orçamentárias do orçamento geral da união. Em 2023, o governo federal lançou o Arcabouço Brasileiro Para Títulos Soberanos Sustentáveis; documento que apresenta as diretrizes para a emissão de títulos de dívida que buscam a promoção do desenvolvimento sustentável (Tesouro Nacional, 2023b).

Diante do exposto, delineou-se o seguinte problema de pesquisa: quais propósitos podem ser identificados para uma Taxonomia Sustentável Nacional? Nessa linha, este artigo objetiva a analisar o Arcabouço Brasileiro para Títulos Soberanos Sustentáveis para fins de elaboração de propósitos direcionados a essa taxonomia. Justifica-se que o arcabouço, fonte base da pesquisa, é norteador da emissão dos títulos soberanos sustentáveis rumo ao desenvolvimento sustentável; temática que se insere nos debates do campo científico, empresarial e no cenário da 30ª Conferência das Partes da Convenção-Quadro das Nações Unidas sobre Mudança do Clima.

Os títulos soberanos sustentáveis são instrumentos de dívida pública lastreados em programações orçamentárias do orçamento geral da união e de responsabilidade do Tesouro Nacional (Tesouro Nacional, 2023b). Em paralelo, a Taxonomia Sustentável representa uma orientação clara na transparência dos investimentos que financiam atividades sustentáveis. A exemplo da Taxonomia da União Europeia, sua estrutura deve ser por meio de um sistema de classificação com critérios uniformes na determinação das atividades economicamente sustentáveis (Maragopoulos, 2024).

No Brasil, em 2023 ocorreu uma consulta pública voltada para contribuições sobre a Taxonomia Sustentável Nacional que está em construção e deve envolver propósitos organizacionais. Nesse âmbito, devido aos múltiplos conceitos do termo propósito foi necessário a escolha de um conceito para o desenvolvimento deste trabalho. Portanto, a pesquisa se restringe a definição de propósito organizacional. Na abordagem de Brosch (2023), o termo refere a razão de ser de uma instituição com visão transcendente à criação de valor pela maximização do lucro. Tal visão tende para práticas que contribuem com o bem estar da sociedade no mundo.

A *apriori*, os resultados permitiram delinear o “Propósito Confirmatório; Propósito Participativo; Propósito Entidade; Propósito Controlista /Gerencial e Propósito Efetivação, Transparência e Equidade”. O primeiro visa verificar o alinhamento do arcabouço brasileiro aos fundamentos do *International Capital Markets Association* (ICMA). O segundo preocupa com a consulta pública para a construção da taxonomia brasileira. O terceiro, entidade, dá ênfase na não ausência e referência no campo público das discussões e diretrizes direcionadas ao

funcionamento legal dos títulos soberanos sustentáveis que vão ao encontro de melhorias na construção da taxonomia sustentável brasileira e independência de estruturas internacionais. Em seguida, o “Propósito Controlista/Gerencial” refere a gestão dos recursos dos títulos sustentáveis, para que a aplicação das despesas seja utilizada na geração de benefícios sociais e/ou ambientais. Em relação ao “Propósito Efetivação, Transparência e Equidade”, ele é sustentado pela elegibilidade das despesas que são analisadas pelo Comitê de Finanças Sustentáveis Soberanas, sendo o órgão responsável por consolidar e publicar o relatório de alocação de impacto da emissão dos títulos sustentáveis. Esse propósito está direcionado para a implantação de órgãos de monitoramentos dos recursos dos títulos soberanos sustentáveis, sendo que sua aplicação deve obedecer a *compliance* regulatória em defesa da equidade e da efetivação da Taxonomia Sustentável do Brasil.

Para compreensibilidade do conteúdo, a estrutura teórica foi dividida em dois tópicos. O primeiro aborda a responsabilidade social pública e privada evidenciando os papéis dos entes públicos e privados no contexto da sustentabilidade e a interligação com os títulos soberanos sustentáveis com os ODS 2030. O segundo descreve o contexto dos títulos sustentáveis no Brasil, da taxonomia sustentável e menciona a transparência das informações dos recursos por meio dos relatórios de alocação e de impacto.

## **2. REFERECIAL TEÓRICO**

### **2.1 Responsabilidade Social e interligação com os ODS 2030**

Segundo Carroll (1991), o conceito de responsabilidade social está relacionado à ideia de que as organizações, inclusive as públicas, devem atender às expectativas econômicas, legais, éticas e filantrópicas da sociedade. No contexto público, isso implica a criação e implementação de políticas que não apenas satisfaçam as necessidades da população atual, mas que também preservem os recursos para as gerações futuras.

Nessa conjuntura, a Agenda 2030 constitui um marco internacional de direitos humanos, desenvolvido pela Organização das Nações Unidas (ONU). Em 2016 foi assinado o comprometimento com a agenda envolvendo 193 países, incluindo o Brasil. Ela estabelece metas de desenvolvimento sustentável, como a erradicação da pobreza (ODS 1), a redução das desigualdades (ODS 10), o trabalho decente e o crescimento econômico (ODS 8), entre outras. Essas metas são orientadas pelo Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento (PNUD), com a data-limite de 2030 para sua realização (CNJ, 2021).

Portanto, observa-se que a responsabilidade social pública está intrinsecamente ligada às metas da Agenda 2030, e que, apesar das dificuldades mencionadas anteriormente, o Brasil está comprometido em promover o desenvolvimento econômico, social e ambiental de forma sustentável, em consonância com o interesse coletivo. Assim, torna-se urgente a adoção de políticas de responsabilidade social que fortaleçam a gestão pública, combatam as desigualdades e assegurem que o desenvolvimento econômico ocorra de maneira inclusiva.

Nessa dimensão, os autores deste artigo defendem que a responsabilidade social pública deve promover o financiamento da sustentabilidade. Essa diretriz pode auxiliar as entidades e os investidores na efetivação de ações sociais, ambientais e culturais atreladas à sua atividade privada. Essa deve ser parceira para minimizar os problemas sociais. Para isso, o ente público poderá fortalecer os denominados títulos sustentáveis tanto para a emissão quanto para a fiscalização da aplicação de seus recursos.

Bužinskė e Stankevičienė (2023), em suas análises sobre o cenário de títulos verdes na Lituânia, evidenciaram que os benefícios das emissões de títulos verdes envolvem o baixo risco de investimentos, à capacidade de levantar investimentos, à estabilização de um mercado eficiente, à provisão de benefícios adicionais e à participação pública. Contudo, entre os desafios estão a falta de padrões internacionais e o *greenwashing*.

O *greenwashing* pode ser traduzido como sendo lavagem verde (tradução literal em português). Ele ocorre quando empresas criam uma falsa aparência de virtudes ambientais usando mecanismos de *marketing* e propaganda. Dessa forma, Johnsson et al. (2023) dissertam que devido à complexidade de todos os aspectos dos ODS, muitas organizações ofuscam metas importantes, havendo também um uso deliberadamente tendencioso.

Assim sendo, Tolliver, Keeley e Managi (2019) abordam que um aumento no financiamento de títulos soberanos verdes, juntamente com aplicações em mecanismos de financiamento ambiental, é fundamental para que haja uma ampliação no investimento em ODS. Estes autores enfatizam que os títulos soberanos verdes são instrumentos viáveis de financiamento para o alcance das agendas propostas pelos objetivos de desenvolvimento sustentável.

## 2.1 Títulos verdes, sociais e sustentáveis: arcabouço e taxonomia sustentável

O Arcabouço Brasileiro para Títulos Soberanos Sustentáveis define que a sua principal finalidade é o uso dos recursos captados para a aplicação em projetos ambientais e sociais. Assim, títulos de caráter social, ambiental ou sustentável é uma forma de financiamento de programas que buscam o desenvolvimento social e sustentável.

Segundo a Febraban (2023), o mercado de dívida sustentável é compreendido como o conjunto de operações denominadas de operações rotuladas com características ambientais, sociais e de governança conhecidas pela sigla ESG que corresponde aos termos *environmental, social and governance*.

As operações supracitadas envolvem várias especificações, entre elas: títulos verdes, sociais, sustentáveis, de transição, títulos vinculados as metas ESG e operações de seus empréstimos. Nessa vertente, a classificação estabelecida pela *International Capital Market Association* (ICMA) compreende: *Green Bonds, Social Bonds, Sustainability Bond* e *Sustainability-Linked Bonds* (ICMA, 2021b).

Os Títulos Verdes (*Green Bonds*) são títulos de renda fixa que buscam captar recursos para o financiamento de projetos verdes, sejam novos ou já existentes. Esses projetos precisam estar de acordo com os quatro componentes principais do *Green Bonds Principles* (GBP), conforme apresenta a Figura 1:

Componentes	Definição
Uso dos recursos	Os Projetos Verdes devem apresentar benefícios ambientais claros, devendo ser avaliados e, quando for possível, quantificados pelo emissor.
Processo de avaliação e seleção de projetos	O emissor deve comunicar de forma clara os objetivos de sustentabilidade do Projeto Verde; processo pelo qual o emissor fixa como os projetos se enquadram nas categorias elegíveis. Deve considerar informações adicionais sobre os processos pelos quais o emissor identifica e gerencia os riscos socioambientais associados aos projetos.
Gestão de recursos	Os recursos líquidos de um Título Verde devem ser creditados em uma subconta ou de uma forma que possam ser rastreados pelo emissor e atestado pelo emissor em um processo interno.
Relato	Os emissores devem disponibilizar e manter disponíveis informações sobre o uso dos recursos,

	devendo ser atualizadas anualmente até concluir a alocação total e em tempo hábil. O relatório deve conter os projetos, os valores alocados e seu impacto esperado.
--	---

Figura 1 – Componentes principais dos Green Bonds (ICMA, 2021a).

A compreensão da Figura 1 demonstra um fluxo da captação e utilização dos recursos sustentáveis até a transparências das informações aos diversos stakeholders. Tais informações perpassam pelas especificações dos distintos títulos sustentáveis. Os *Green Bonds Principles* são diretrizes voluntárias que propicia a integridade do mercado de títulos verdes (ICMA, 2021a). Os Títulos Sociais (*Social Bonds*) são títulos de dívida cujos recursos são aplicados em financiamentos ou refinanciamentos de programas sociais que estejam harmonizados com os quatro componentes centrais dos princípios para títulos sociais. Os projetos sociais podem ter cobenefícios ambientais. Dessa forma, títulos que mesclam projetos verdes e sociais são definidos como Títulos de Sustentabilidade (ICMA, 2023).

Os Títulos de Sustentabilidade (*Sustainability Bonds*) são utilizados para o financiamento ou refinanciamento de uma combinação de projetos verdes e sociais. A estrutura deles define os quatros componentes dos princípios para títulos verdes, conforme o conteúdo supracitado na Figura 1. Em relação a esse contexto, a classificação de um título está relacionada com os objetivos do emissor e seus projetos subjacentes (ICMA, 2021b).

Na terminologia de Títulos Vinculados à Sustentabilidade (*Sustainability-Linked Bonds*), tem-se que eles são títulos em que o emissor se compromete a cumprir objetivos pré-definidos de sustentabilidade, ou melhor nas dimensões *Environmental, Social and Governance* (ESG). Nessa perspectiva, o emissor se compromete em um período pré-definido para promover futuras melhorias nos resultados de sustentabilidade (ICMA, 2024).

Diante disso, os títulos soberanos verdes alteram o paradigma dos instrumentos que buscam apenas a maximização de riqueza financeira. Os *green bonds* necessitam de uma visão que prioriza outros elementos dos emissores e investidores, como a promoção de uma melhor imagem institucional (Santos & Cherobim, 2021).

Outrossim, “a taxonomia, no contexto das finanças sustentáveis, é um sistema de classificação que permite identificar atividades, ativos e/ou projetos que apresentem objetivos sustentáveis ambientais e/ou sociais com base em métricas e/ou metas preestabelecidas” (Ricas & Baccas, 2021, p. 06).

A Taxonomia Sustentável tem sido umas das preocupações do Brasil para formulação e melhorias de propostas através da participação pública. Para efetivação dessa ação, cabe destacar que em 31 de março de 2025 encerrou-se a consulta pública com envio de contribuições sobre os instrumentos para a construção da Taxonomia Sustentável Nacional. Conforme a Subsecretaria de Desenvolvimento Econômico Sustentável do Ministério da Fazenda (2025) foram recebidas 187 contribuições. Os tópicos da consulta pública envolvem a Metodologia – Objetivos climáticos e ambientais.

Além disso, tem-se a divisão de oito cadernos setoriais divididos por setor econômico, sendo eles, Agricultura, Pecuária, Produção Florestal, Pesca e Aquicultura, Indústrias Extrativas, Indústria de Transformação, Eletricidade e Gás, Água, Esgoto, Gestão de Resíduos e Descontaminação, Construção, Transporte, Armazenagem e Correios, além do caderno Serviços para qualidade de vida e planejamento (Ministério da Fazenda, 2025).

A construção, em andamento, de uma Taxonomia Sustentável Nacional não impede a evolução do mercado de dívidas sustentáveis; porém, deixa o país dependente de taxonomias internacionais. Dessa forma, o entendimento dos autores deste trabalho é que não podemos afirmar ausência de títulos soberanos sustentáveis, visto que o arcabouço faz referências a eles

e o Brasil se atrela às taxonomias de outros países. O Tesouro Nacional (2023b, 2024) alerta que quando os títulos soberanos sustentáveis emitidos em um país ficam sem um critério de seleção poderá deixar à margem as particularidades locais interferindo na gestão dos recursos advindos dos títulos soberanos sustentáveis (Tesouro Nacional, 2023b, 2024).

No contexto dos títulos soberanos sustentáveis e a aplicação de seus recursos, Gilchrist et al. (2021) destacaram a dificuldade de conciliar as diversas definições no mundo, por causa das diferentes jurisdições e questões ambientais presentes em cada localidade. Dessa forma, definições claras podem ajudar a coordenar ações sustentáveis mais consistentes. No Brasil, a Febraban faz referência a denominada taxonomia verde; fato que comprova a sua utilização em três modalidades para qualificar as atividades financeiras do setor bancário: economia verde, exposição às mudanças climáticas e exposição ao risco ambiental. Diante disso, é possível entender a contribuição sustentável de cada atividade, assim como os riscos ambientais (Febraban, 2023).

Outra vertente de taxonomia seria a emissão de ofertas de títulos de renda fixa sustentáveis, cujos estudos são disponibilizados pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados. O enfoque do conteúdo relaciona-se a: i) Títulos de Uso de Recursos; ii) Títulos Vinculados a Metas de Sustentabilidade; iii) Títulos Sustentáveis Híbridos (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais [ANBIMA], 2024).

Segundo Becker (2023), o atual cenário brasileiro indica um aumento no mercado de dívidas consideradas sustentáveis. No entanto, o valor é insuficiente no cumprimento de metas relacionadas ao Acordo de Paris, bem como para as questões relacionadas aos ODS. Desse modo, o aumento dos recursos nomeados como sustentáveis ainda não traz certeza dos retornos socioambientais pretendidos.

Rao et al. (2022) corroboram com o assunto ao investigarem o impacto da emissão dos títulos verdes na inovação verde corporativa das empresas situadas na China. Os resultados de suas pesquisas apontaram que existe uma relação positiva entre os títulos verdes e a inovação verde corporativa. Em seguida, evidenciaram que a emissão de títulos verdes em empresas estatais, grandes empresas e empresas de baixa poluição têm um efeito mais relevante na inovação verde. Sendo assim, há uma necessidade maior de promover mais incentivos às empresas de alta poluição para emissão de títulos voltados para a inovação verde.

De acordo com Minardi (2023), os investimentos sustentáveis possuem um potencial considerável para o desenvolvimento de uma transformação na forma de realização dos negócios. Entretanto, a quantidade que é destinada aos investimentos sustentáveis ainda é pequena. Apesar dessa situação, há um caminho de oportunidades para corporações, profissionais do mercado financeiro e de sustentabilidade para a promoção das mudanças relacionadas à sustentabilidade em diversos segmentos empresariais.

Nesse contexto, destaca-se que no Brasil o agronegócio tem uma participação considerável na economia. A participação no Produto Interno Bruto (PIB), no ano de 2023, foi de aproximadamente 23,8%, segundo o Centro de Estudos Avançados em Economia Aplicada em parceria com a Confederação da Agricultura e Pecuária do Brasil (Centro de Estudos Avançados em Economia Aplicada [CEPEA], 2023). Esse é um segmento que deve ter práticas de sustentáveis e investimentos governamentais que propiciem a efetividade das mesmas.

Medeiros et al. (2021) destacam que, com essa nova perspectiva de investimentos verdes, o agronegócio pode se destacar em questões ambientais, podendo ter os títulos soberanos verdes como um caminho. Além disso, há o *Sustainable Agriculture Finance Facility* (SAFF), primeiro fundo de finanças climáticas desenvolvido para o agronegócio brasileiro; sendo outra forma de financiamento de práticas sustentáveis executadas pelo agronegócio no Brasil.

Esse contexto do agronegócio atrelado aos títulos soberanos verdes faz um chamamento para agilizar a construção de uma taxonomia não somente desses títulos, mas de uma ampla taxonomia sustentável. Nesse sentido, os documentos disponíveis no site do Ministério da

Fazenda visam a criar um sistema de classificação de atividades, ativos e/ou categorias de projetos que contribuem para objetivos climáticos, ambientais e sociais; todos alinhados aos critérios e definições da Associação Internacional de Mercado de Capitais (ICMA, sigla em inglês, 2021). O Quadro 1 evidencia os achados:

<b>Campo dos Títulos Soberanos Sustentáveis</b>	<b>Objetivos e caracterização</b>
Ambientais e Climáticos	<p>Mitigação da mudança do clima;</p> <p>Adaptação às mudanças climáticas;</p> <p>Proteção e restauração da biodiversidade e ecossistemas;</p> <p>Uso sustentável do solo e conservação, manejo e uso sustentável das florestas;</p> <p>Uso sustentável e proteção de recursos hídricos e marinhos;</p> <p>Transição para economia circular;</p> <p>Prevenção e controle de contaminação.</p>
Sociais	<p>Geração de trabalho decente e elevação da renda.</p> <p>Reduzir desigualdade socioeconômicas, considerando aspectos raciais e de gênero.</p> <p>Reduzir desigualdades regionais e territoriais do país. Promover a qualidade de vida, com ampliação do acesso a serviços sociais básicos.</p>

Quadro 1: Sistema de classificação em prol de uma Taxonomia Sustentável Nacional (Ministério da Fazenda, 2023).

### 3. METODOLOGIA

#### 3.1 Percurso metodológico

A pesquisa deste estudo, quanto à abordagem classifica-se como pesquisa qualitativa. Quanto aos objetivos, se enquadra como exploratória e explicativa. Adotou-se como procedimento a pesquisa bibliográfica e documental. Para a primeira, verificou-se os bancos de dados científicos: *Scientific Electronic Library Online* (SciELO); *Google Acadêmico* e portal de periódicos da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES) com utilização dos termos: “finanças sustentáveis”, “títulos verdes”, “títulos sustentáveis”, “títulos sociais”, “green bonds”, “sustainability bonds”, “social bonds”, “taxonomia sustentável” e “sustainable taxonomy”. Após a leitura interpretativa dos conteúdos com ênfase nos Títulos Soberanos Sustentáveis, procedeu-se a pesquisa documental no *sítio* eletrônico do Tesouro Nacional com *link* para o Arcabouço Brasileiro para Títulos Soberanos Sustentáveis. Na sequência, realizou-se: coleta de dados, seleção das informações e aplicação da análise interpretativa a fim de responder aos objetivos e ao problema de pesquisa de forma explicativa.

Após a coleta e seleção de dados por meio de leituras minuciosas, direcionou-se a análise do arcabouço para conteúdos delimitados a: descrever as características, compreender a

estruturação e os fundamentos acerca dos títulos soberanos sustentáveis. De forma complementar, buscou-se ampliar o entendimento da forma como os títulos sustentáveis afetam a responsabilidade social pública. Com base nos procedimentos de análise de conteúdo aos moldes de Bardin, segregou-se o arcabouço em três categorias: tipificação de títulos, despesas elegíveis (utilização de recursos e critérios para a exclusão que envolve a gestão de recursos) e a transparência das informações. Todas essas categorias vão ao encontro dos propósitos de uma taxonomia sustentável.

#### 4. DADOS, ANÁLISE DOS RESULTADOS E DISCUSSÕES

Os dados foram tratados aos moldes da análise de conteúdo de Bardin. A autora definiu três fases, sendo elas a pré-análise, a exploração do material e o tratamento dos resultados, inferência e interpretação. No caso deste artigo, a pré-análise do documento foi realizada através de leituras realizadas separadamente por quatro pesquisadores (autores do artigo). Em seguida, cada um fez a exploração do conteúdo com seleção de textos que responderiam aos objetivos e problema da pesquisa. Nessa etapa, houve a codificação e criação das categorias analíticas. Os pesquisadores debateram e sintetizaram em conjunto as informações coletadas. Na última fase, realizou-se o tratamento de dados por meio de triangulação e interpretação.

##### 4.1 Código TT01 – Categoria: Tipificação de títulos

Após as leituras da primeira fase e com base no arcabouço brasileiro foi possível selecionar a classificação dos títulos soberanos sustentáveis. Eles foram intitulados como Títulos verdes (*green bonds*); Títulos sociais (*social bonds*) e Títulos sustentáveis (*sustainability bonds*). A estrutura do arcabouço brasileiro esclarece suas respectivas definições. A Figura 2 demonstra a caracterização e os benefícios derivados desses títulos, após a segunda fase da análise de conteúdo:

Tipos de títulos de dívida	Caracterização	Benefícios
<i>Green bonds</i> (Títulos verdes)	Títulos de dívida cujos recursos líquidos sejam usados exclusivamente para financiar, total ou parcialmente, despesas de impacto ambiental positivo  (Tesouro Nacional, 2023b, p. 19).	Benefícios ambientais.
<i>Social Bonds</i> (Títulos sociais)	Títulos de dívida cujos recursos líquidos sejam usados exclusivamente para financiar, total ou parcialmente, despesas de impacto social positivo (Tesouro Nacional, 2023b, p. 19).	Benefícios sociais.
<i>Sustainability Bonds</i> (Títulos sustentáveis)	Títulos de dívida cujos recursos líquidos sejam usados exclusivamente para financiar, total ou parcialmente, despesas que tenham impactos ambientais e	Benefícios sociais e ambientais.



	sociais positivos (Tesouro Nacional, 2023b, p. 19).	
--	---	--

Figura 2 - Títulos sustentáveis: caracterização e benefícios (elaborado pelos autores, a partir das informações do arcabouço brasileiro de títulos sustentáveis, 2023).

Observa-se pela Figura 2 que apenas os títulos sustentáveis englobam benefícios sociais e ambientais, mas a interpretação é que eles são complementares aos títulos verdes e sociais no contexto da responsabilidade social e da sustentabilidade. A diferenciação entre os títulos reside em sua focalização, com a descrição específica da área que se destina.

A interpretação dos autores, deste artigo, enfatiza que o arcabouço brasileiro está em conformidade com os princípios apresentados pela *International Capital Markets Association*, sendo que estes envolvem quatro dimensões. A primeira refere-se ao uso dos recursos. Nessa, os recursos devem ser usados para financiar ou refinar despesas que proporcionem benefícios ambientais e/ou sociais claros.

Na segunda tem-se o processo de avaliação e seleção de projetos com a descrição de que os emissores dos títulos devem ter um processo transparente de avaliação e seleção de despesas. A terceira é denominada de gestão dos recursos, na qual deve haver por parte dos emissores o estabelecimento de mecanismos de gerenciamento e rastreamento da utilização dos recursos. A quarta é o relatório. Nessa dimensão, os emissores são estimulados a realizarem a publicação de relatórios regulares sobre o uso dos recursos, critérios de elegibilidade, seleção e alocação dos recursos, além de indicadores relativos aos impactos ambientais/sociais.

A descrição deste tópico propiciou informações para o delineamento de três propósitos. O primeiro propósito classifica-se como confirmatório. Seu contexto é afirmar que a efetivação do arcabouço brasileiro está alinhada aos fundamentos do *International Capital Markets Association* (ICMA).

O segundo propósito teve a classificação de participativo. Ele refere a construção de uma Taxonomia Sustentável Nacional com participação da sociedade civil por meio das consultas públicas. Conforme o desenvolvimento teórico, verificou-se que este propósito foi realizado no Brasil.

Classificou-se o terceiro propósito como sendo de entidade, sua ênfase é: não há ausência e referência no campo público das discussões e diretrizes direcionadas ao funcionamento legal dos títulos soberanos sustentáveis no Brasil. A assertiva é comprovada devido a existência da taxonomia apresentada pelo Banco Central do Brasil (BCB), porém enfatiza-se a necessidade da construção da Taxonomia Sustentável Nacional. Afinal, o Brasil não deve ficar dependente das Taxonomias Sustentáveis elaboradas aos moldes das entidades internacionais.

#### **4.2 Código DE02 – Categoria: Despesas elegíveis - utilização dos recursos originários dos títulos soberanos sustentáveis**

Os recursos líquidos provenientes da emissão do título (ou equivalente) devem ser utilizados para financiar ou refinar despesas previamente definidas que proporcionem benefícios ambientais e/ou sociais claros (Tesouro Nacional, 2023b, p. 20). As despesas elegíveis são os gastos que estão de acordo com o propósito sustentável definido pelo arcabouço brasileiro.

Essas despesas devem estar previstas nas Leis Orçamentárias Anuais (LOA) e ser associadas às Unidades Orçamentárias do Poder Executivo, sendo elegíveis despesas correntes e de capital. Entre as despesas elegíveis, estão as despesas operacionais, os investimentos em ativos tangíveis, os subsídios, os créditos, as isenções fiscais, os custos de manutenção da infraestrutura pública e os investimentos em ativos intangíveis (Tesouro Nacional, 2023b).

Ocorre, também, a divisão das despesas pelo seu recorte temporal. Nesse campo, tem-se: as despesas recentes que são as realizadas no âmbito da LOA até 12 meses anteriores à data da emissão; as despesas atuais que são as previstas no âmbito da respectiva LOA vigente na data da emissão e para finalizar tem-se as despesas futuras que são aquelas a serem realizadas em até 24 meses após a emissão (Tesouro Nacional, 2023b).

O arcabouço relaciona as categorias de despesas com os s Objetivos do Desenvolvimento Sustentável (ODS). Sendo que, apenas os seguintes ODS não foram relacionados: Objetivo 3 - Saúde e Bem-Estar; Objetivo 4 – Educação de qualidade; Objetivo 16 - Paz, Justiça e Instituições Eficazes; Objetivo 17 - Parcerias e meios de implementação.

Acrescenta-se que, no campo social, o Brasil possui o cadastro único. Trata-se de um instrumento responsável por identificar as famílias mais vulneráveis. Ele auxilia o governo na realização de programas sociais. Infere-se que, os programas sociais que usam o cadastro único para definir a elegibilidade e tornar prioritário às famílias mais vulneráveis poderão utilizar o arcabouço dos títulos soberanos sustentáveis para a captação de recursos (Tesouro Nacional, 2023b).

Esta categoria permitiu a elaboração do quarto propósito classificado como controlista /gerencial. Ele define a necessidade de controle dos recursos dos títulos soberanos sustentáveis, de forma que sua aplicação seja utilizada para despesas que geram benefícios sociais e/ou ambientais.

#### **4.3 Código CE03 – Categoria: Critérios para a exclusão - a gestão de recursos e a transparência das informações**

Essa categoria apresenta as despesas que não serão elegíveis para alocação de recursos de emissão dos títulos sustentáveis. A Figura 3 apresenta os critérios:

Despesas que não serão elegíveis para a alocação de recursos de emissão dos títulos.	Auxílios e subsídios governamentais direcionados a funcionários públicos civis e militares.
	Publicidade de utilidade pública.
	Indenizações ou penalizações associadas ao cumprimento de sentenças judiciais.
	Álcool para consumo, armas, indústria de tabaco ou de jogos de azar.
	Indústria armamentista.
	Planejamento ou construção de infraestrutura aeroportuária.
	Planejamento ou construção de infraestrutura portuária marítima e transporte marítimo.
	Planejamento ou construção de rodovias.

	Mineração.
	Fertilizantes, pesticidas ou herbicidas inorgânicos ou sintéticos.
	Extração, transporte, comercialização ou geração de energia a partir de carvão mineral.
	Extração, transporte, comercialização, geração de energia ou produção de combustíveis a partir de petróleo, gás natural e derivados.
	Construção ou geração de energia a partir de usinas nucleares.
	Qualquer projeto ou atividade que tenha de forma direta ou indireta, violações de direitos de povos indígenas ou de povos e comunidades tradicionais.
	Qualquer projeto ou atividade que esteja direta ou indiretamente ligada a violações de direitos humanos, trabalho infantil e trabalho forçado.
	Incineração direta de resíduos.
	Produção ou comercialização de qualquer produto ou atividade considerada ilegal por leis ou regulamentos nacionais ou internacionais, convenções e acordos assinados pelo Brasil.
	Os riscos ambientais e sociais associados às despesas que forem viabilizadas por meio dos recursos líquidos dos títulos sustentáveis serão monitorados pelo CFSS. Os respectivos Ministérios responsáveis pela implementação dessas atividades identificaram e gerenciaram esses riscos no âmbito das políticas públicas vigentes.

Figura 3 - Critérios de exclusão (elaborado pelos autores deste trabalho, a partir do arcabouço brasileiro de títulos soberanos sustentáveis, Tesouro Nacional, 2023b).

A elegibilidade e exigibilidade das despesas são avaliadas conforme o Comitê de Finanças Sustentáveis Soberanas (CFSS). Sua criação aconteceu no ano de 2023, sendo um órgão colegiado permanente que possui como finalidade planejar, implementar e monitorar o arcabouço das emissões dos títulos sustentáveis (Tesouro Nacional, 2023b).

O CFSS pertence ao Ministério da Fazenda sendo efetivado por meio da Secretaria do Tesouro Nacional e da Secretaria de Política Econômica. Aliados a esses componentes, tem-se diversos outros ministérios associados. Segundo o arcabouço, a gestão de recursos perpassa por definição de percentuais conforme a temporalidade das despesas:

Antes de cada emissão, a Secretaria do Tesouro Nacional (“STN” ou “Tesouro Nacional”) divulgará uma nota que apresente a porcentagem estimada de despesas recentes (refinanciamento) atuais e/ou futuras associadas a cada título e o período estimado de

desembolso, além das alocações verdes, sociais e/ou sustentáveis, quando viável. Essa nota será publicada no site da STN (Tesouro Nacional, 2023b, p. 33).

Dessa forma, a gestão de despesas será realizada com o objetivo de assegurar que um valor proporcional aos recursos líquidos dos títulos seja usado para identificação e alocação das despesas elegíveis. O CFSS terá a responsabilidade de identificar se o montante dos Orçamentos da União utilizados em despesas elegíveis é igual ou maior do que os recursos da emissão. E deve verificar em caso de cofinanciamento de despesas por outras fontes, a existência de dupla contagem (Tesouro Nacional, 2023b).

Arelada à gestão das despesas encontra-se o critério da transparência no uso dos recursos captados pelos títulos sustentáveis. Nessa vertente, o CFSS é responsável em publicar e consolidar o relatório de alocação de impacto da emissão dos títulos sustentáveis. Assim, os relatórios serão publicados anualmente, sendo que a primeira publicação se dá em até um ano da emissão, e serão expostos no site da Secretaria do Tesouro Nacional (Tesouro Nacional, 2023a).

Segundo o arcabouço brasileiro de títulos soberanos verdes, é de competência do CFSS a elaboração de relatórios contendo informações específicas dos recursos. A Figura 4 descreve a respeito do conteúdo de transparência e divulgação:

Relatórios	Divulgação
Alocação de recursos	<p>Valor desembolsado por categoria de despesa,</p> <p>Valor desembolsado por natureza de despesa,</p> <p>Valor desembolsado para despesas recentes,</p> <p>Valor desembolsado por categoria de despesa em relação ao total das despesas associadas a outras fontes de financiamento,</p> <p>Balanço remanescente de recursos líquidos não alocados.</p>
Impacto	<p>Informações qualitativas a respeito dos impactos e resultados.</p> <p>Informações quantitativas a respeito dos impactos e resultados.</p>

Figura 4: Transparência das despesas dos títulos sustentáveis (elaborado a partir do arcabouço brasileiro de títulos sustentáveis, Tesouro Nacional, 2023b).

Essa categoria atrelada à anterior remeteu à elaboração do quinto propósito classificado como de efetivação, transparência e equidade. Seu contexto é a implantação de órgãos de monitoramentos dos recursos dos títulos soberanos sustentáveis, sendo que sua aplicação deve obedecer a *compliance* regulatória em defesa da equidade. Essa medida poderá trazer benefícios na efetivação da Taxonomia Sustentável do Brasil.

## CONCLUSÃO

Considera-se que foi possível alcançar o objetivo de analisar o Arcabouço Brasileiro para Títulos Soberanos Sustentáveis para fins de elaboração de propósitos direcionados a Taxonomia Sustentável Nacional. Assim como, foi exequível apresentar as possibilidades de um papel importante que o Brasil pode assumir através da emissão de Títulos Soberanos Sustentáveis e a relevância do Arcabouço Brasileiro para Títulos Soberanos Sustentáveis como um documento norteador sobre os títulos. A resposta ao problema de pesquisa, “quais propósitos podem ser

identificados para uma Taxonomia Sustentável Nacional?” foi almejada mediante o cruzamento das interpretações dos dados resultando em cinco propósitos.

A partir da análise interpretativa dos quatro pesquisadores foi possível explicar o arcabouço e inferir que ele deve ser o cerne da Taxonomia Sustentável. Também possibilitou elaborar o “Propósito Confirmatório; Propósito Participativo; Propósito Entidade; Propósito Controlista /Gerencial e Propósito Efetivação, Transparência e Equidade”. Ressalta-se que não deve haver hierarquia entre os propósitos delineados, sendo que eles não se restringem aos apresentados nessa pesquisa.

O estudo revelou que o arcabouço se organiza em torno de três dimensões principais de títulos: verdes, sociais e sustentáveis, com a função de financiar projetos que promovam benefícios ambientais, sociais ou ambos. Essa classificação é vital para direcionar os recursos para áreas estratégicas e alinhar o país com as metas dos objetivos de desenvolvimento sustentável (ODS), bem como para a construção da Taxonomia Sustentável Nacional. Essa, ainda será aprimorada após as consultas públicas finalizadas em março de 2025. A sua estrutura foi constituída pela necessidade de orientar os investimentos para objetivos climáticos, ambientais e econômico-sociais.

Portanto, interpretou-se a partir das teorias de Carroll (1991) sobre as expectativas econômicas, legais e éticas das instituições públicas que o arcabouço e a Taxonomia Sustentável Nacional oferecem uma base sólida para o governo brasileiro fomentar práticas sustentáveis, não apenas no âmbito econômico, mas também no social e ambiental, atendendo aos requisitos da agenda 2030.

Entre os resultados deste artigo, destaca-se a definição de despesas elegíveis, com foco em projetos que atendem às demandas de desenvolvimento socioeconômico e ambiental, como o combate à pobreza e a segurança alimentar, que vão ao encontro dos objetivos de desenvolvimento sustentável de número 1 – erradicação da pobreza e 2 – fome zero e agricultura familiar. A inclusão de instrumentos para direcionar os recursos para as famílias mais vulneráveis reforça a aderência do arcabouço aos princípios de responsabilidade social pública.

Destaca-se a importância do Relatório de Alocação e do Relatório de Impacto, sendo essenciais no fornecimento de informações sobre o uso dos recursos e dos impactos ambientais gerados. Esses mecanismos de transparência são fundamentais para a construção de um ambiente favorável aos investimentos nos títulos sustentáveis.

Uma das limitações deste estudo é o fato da Taxonomia Sustentável Nacional e consolidada para títulos sustentáveis ainda está em construção. Enquanto isso não acontece, o Brasil depende de definições e critérios internacionais, dificultando a adaptação completa às particularidades locais; mesmo com a existência da taxonomia de títulos verdes proposta pelo Banco Central do Brasil (BCB) e das ofertas de títulos de renda fixa sustentáveis dos estudos da Anbima.

Recomenda-se para pesquisas futuras a investigação comparativa da Taxonomia Sustentável Nacional após a sua finalização com as contribuições públicas recebidas. Indica-se pesquisas qualitativas que poderão elaborar síntese dos debates, a partir dos documentos expostos no sítio do Governo Federal, tais como: i) Cartilha e Apresentação - Taxonomia Sustentável Nacional; ii) Textos enviados e iii) Contribuições comentadas. Além dessas vertentes, estudos podem explorar mecanismos de monitoramento e avaliação dos impactos reais dos títulos soberanos sustentáveis emitidos, garantindo maior transparência e efetividade nos resultados socioambientais a fim de estabelecer propósitos para o longo prazo.

## REFERÊNCIAS

- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. (2024). Regras e Procedimentos de Ofertas Públicas. ANBIMA.  
[https://www.anbima.com.br/data/files/E2/A1/BE/96/F516D810B720E3D8B82BA2A8/Regras%20e%20Procedimentos%20de%20Ofertas%20Publicas\\_01.02.24%20\\_final\\_.pdf](https://www.anbima.com.br/data/files/E2/A1/BE/96/F516D810B720E3D8B82BA2A8/Regras%20e%20Procedimentos%20de%20Ofertas%20Publicas_01.02.24%20_final_.pdf)

- Bardin, L. (2016). *Análise de conteúdo*. Ed. rev. e ampl. São Paulo: Edições 70, 279.
- Becker, M. (2023). Finanças sustentáveis e financeirização: explorando o mercado de dívidas sustentáveis no Brasil. *Observatório de la Economía Latinoamericana*, 21(11), 22458-22478.
- Brosch, N. (2023). Corporate purpose: from a ‘Tower of Babel’ phenomenon towards construct clarity. *Journal of Business Economics*, Springer, vol. 93(4), pages 567-595, May.
- Bužinskė, J., & Stankevičienė, J. (2023). Analysis of Success Factors, Benefits, and Challenges of Issuing Green Bonds in Lithuania. *Economies*, 11(5), 143.
- Conselho Nacional de Justiça. (2021). O que é a Agenda 2030? Portal CNJ. Recuperado em 8 de setembro de 2024, de <https://www.cnj.jus.br/programas-e-acoess/agenda-2030/o-que-e-a-agenda-2030/>
- Lei nº 12.527, de 18 de novembro de 2011. (2011, 18 de novembro). Regula o acesso a informações. Diário Oficial da União. [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2011-2014/2011/lei/12527.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/12527.htm)
- Carroll, A. B. (1991). The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders. *Business Horizons*, 34(4), 39-48.
- Centro de Estudos Avançados em Economia Aplicada. (2023). PIB-Agro/CEPEA: Produção agrícola cresce, mas queda de preço leva PIB agro a cair 3%. <https://www.cepea.esalq.usp.br/br/releases/pib-agro-cepea-producao-agricola-cresce-mas-queda-de-preco-leva-pib-agro-a-cair-3.aspx>
- Federação Brasileira de Bancos. (2023). Guia de Dívida Sustentável no Brasil. *Febraban*. [https://cmsarquivos.febraban.org.br/Arquivos/documentos/PDF/L02\\_133A\\_Guia\\_de\\_Divida\\_Sustentavel\\_atualiz\\_NOV\\_23\\_PORT.pdf](https://cmsarquivos.febraban.org.br/Arquivos/documentos/PDF/L02_133A_Guia_de_Divida_Sustentavel_atualiz_NOV_23_PORT.pdf)
- Gilchrist, D., Yu, J., & Zhong, R. (2021). The limits of green finance: A survey of literature in the context of green bonds and green loans. *Sustainability*, 13(2), 478.
- International Capital Market Association. (2021a). Princípios para Títulos Verdes. *ICMA*. [https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/Translations/Portuguese-GBP-2021\\_06.pdf](https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/Translations/Portuguese-GBP-2021_06.pdf)
- International Capital Market Association. (2021b). Sustainability Bond Guidelines (SBG). *ICMA*. <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Sustainability-Bond-Guidelines-June-2021-140621.pdf>
- International Capital Market Association. (2023). Social Bond Principles (SBP). *ICMA*. <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2023-updates/Social-Bond-Principles-SBP-June-2023-220623.pdf>
- International Capital Market Association. (2024). Sustainability-Linked Bond Principles (SLBP). *ICMA*. <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2024->
- Johnsson, F., Karlsson, I., Rootzen, J., Ahlbäck, A., & Gustavsson, M. (2020). The framing of a sustainable development goals assessment in decarbonizing the construction industry – avoiding “greenwashing”. *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, 131, 1-13.

- Medeiros, S. R., Dias, F. R. T., & Malafaia, G. C. (2021). Aumentam as oportunidades de recursos “verdes” para o agronegócio brasileiro. *Bol. CiCarne-Embrapa*, 2(44), 1-2.
- Maragopoulos, N. (2024). Towards a European Green Bond: A European initiative to promote sustainable finance. *European Banking Institute Working Paper*, 2022(103). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3933766>
- Minardi, A. M. A. F. (2023). O papel das finanças sustentáveis na transição verde. *Revista Contabilidade & Finanças*, 34(93). <https://doi.org/10.1590/1808-057x20239044.en>
- Ministério da Fazenda. (2023). *Taxonomia Sustentável Brasileira*. Secretário da Política Econômica, Subsecretária de Desenvolvimento Econômico Sustentável. <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/orgaos/spe/taxonomia-sustentavel-brasileira/taxonomia-sustentavel-brasileira.pdf>
- Organização das Nações Unidas. Objetivos do Desenvolvimento Sustentável. *Nações Unidas Brasil*. <https://brasil.un.org/pt-br/sdgs>
- Rao, H., Chen, D., Shen, F., & Shen, Y. (2022). Can Green Bonds Stimulate Green Innovation in Enterprises? Evidence from China. *Sustainability*, 14(23), 15631. <https://doi.org/10.3390/su142315631>
- Ricas, D., & Baccas, D. (2021). Taxonomia em Finanças Sustentáveis: panorama e realidade nacional. *Finanças Brasileiras Sustentáveis (FiBraS)*, [S. l.].
- Santos, J. A. R., & Cherobim, A. P. M. S. (2023). Green Bonds: em busca de novos caminhos para tratativa conjunta de Finanças e Sustentabilidade. *Revista de Ciências da Administração*, 24 (64), 79–95.
- Tesouro Nacional. (2023a, 5 de setembro). Brasil lança arcabouço para títulos soberanos sustentáveis. *Agência Tesouro Nacional Notícias*. <https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/noticias/brasil-lanca-arcabouco-para-titulos-soberanos-sustentaveis>
- Tesouro Nacional (2023b). Arcabouço Brasileiro para Títulos Soberanos Sustentáveis. *Tesouro Nacional*. Recuperado em 4 de setembro de 2024, [https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::9:P9\\_ID\\_PUBLICACAO\\_ANEXO:21059](https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::9:P9_ID_PUBLICACAO_ANEXO:21059)
- Tesouro Nacional. (2024). Dívida Pública Federal, Títulos Sustentáveis. *Agência do Tesouro Nacional*. <https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/divida-publica-federal/titulos-sustentaveis/titulos-sustentaveis-capa>
- Tolliver, C., Keeley, A. R., & Managi, S. (2019). Green bonds for the Paris agreement and sustainable development goals. *Environmental Research Letters*, 14(6).