

# UMA MUDANÇA DE PERCEPÇÃO:

## ASG, RISCO DE CRÉDITO E CLASSIFICAÇÃO DE RISCO

PARTE 1:

### CENÁRIO ATUAL

# OS SEIS PRINCÍPIOS

## INTRODUÇÃO AOS PRINCÍPIOS

Como investidores institucionais, temos o dever de atuar de acordo com os melhores interesses de longo prazo de nossos beneficiários. Neste papel fiduciário, acreditamos que fatores ambientais, sociais e de governança (ASG) podem afetar o desempenho das carteiras de investimento (em vários níveis por companhias, setores, regiões, classes de ativos, e ao longo do tempo). Também reconhecemos que a aplicação destes Princípios pode alinhar melhor os investidores com os objetivos mais amplos da sociedade. Portanto, sempre em linha com nossas responsabilidades fiduciárias, nos comprometemos com o seguinte:

- 1 Incorporaremos fatores ASG a análises de investimento e processos de tomada de decisão.**
- 2 Seremos investidores atuantes e incorporaremos fatores ASG às nossas políticas e práticas de titularidade de ativos.
- 3 Buscaremos sempre fazer com que as entidades nas quais investimos façam divulgações apropriadas sobre fatores ASG.
- 4 Promoveremos a aceitação e implementação dos Princípios pelo setor de investimentos.
- 5 Trabalharemos unidos para ampliar nossa eficácia na implementação dos Princípios.
- 6 Cada um de nós divulgará relatórios sobre atividades e progresso da implementação dos Princípios.



## MISSÃO DO PRI

Acreditamos que um sistema financeiro global economicamente eficiente e sustentável seja absolutamente necessário para a criação de valor no longo prazo. Tal sistema recompensará o investimento responsável de longo prazo e beneficiará o meio-ambiente e a sociedade como um todo.

O PRI trabalhará para alcançar esse sistema financeiro global sustentável, incentivando a adoção dos Princípios e a colaboração em sua implementação; promovendo a boa governança, a integridade e a responsabilidade; e enfrentando os obstáculos causados por práticas, estruturas e regulamentação de mercado que impedem um sistema financeiro sustentável.

### AVISO LEGAL DO PRI

Os dados contidos neste relatório são meramente informativos, não representando conselho de investimento, jurídico, fiscal ou outro, nem devem ser utilizados como base para a realização de investimentos e tomada de outras decisões. Os autores e divulgadores não estão oferecendo consultoria jurídica, econômica ou de investimento, nem outros serviços profissionais neste relatório. A PRI Association não é responsável pelo conteúdo de websites e outros materiais informativos que podem porventura ser mencionados neste relatório. O acesso fornecido a estes sites ou a tais materiais informativos não constitui endosso por parte da PRI Association às informações contidas neste documento. Este relatório é resultado de um esforço colaborativo entre membros do Advisory Committee on Credit Ratings (ACCR) e vários signatários do [ESG in Credit Ratings Statement](#) de 2016 que estiveram disponíveis para entrevistas. No entanto, exceto declarações em contrário, opiniões, recomendações, achados, interpretações e conclusões expressos neste documento representam a visão da PRI Association, e não se deve inferir ou pressupor que os entrevistados, as organizações mencionadas no Anexo, ou qualquer outra parte que tenha assinado a declaração conjunta de investidores e agências de classificação necessariamente endossam ou concordam com as conclusões aqui apresentadas. A inclusão de exemplos de empresas de forma alguma constitui endosso de tais organizações por parte da PRI Association ou dos signatários dos Princípios para o Investimento Responsável (PRI). Ainda que tenhamos nos esforçado para assegurar que as informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes confiáveis e atualizadas, a natureza mutável da estatística, da legislação, de regras e regulamentos pode resultar em atrasos, omissões ou imprecisão das informações aqui contidas. A PRI Association não é responsável por quaisquer erros ou omissões, nem por quaisquer decisões tomadas ou ações realizadas com base nas informações contidas neste relatório, ou ainda por quaisquer perdas e danos resultantes de ou causados por tais decisões ou ações. Todas as informações aqui contidas são fornecidas para efeito de mera informação, sem garantia de completude, precisão e tempestividade, ou dos resultados obtidos a partir do uso de tais informações, sem, ainda, garantia expressa ou limitada de qualquer espécie.

## ABREVIACÕES

ACCR	Advisory Committee on Credit Ratings
AM	Gestor de Ativos
AO	Proprietário de Ativos
AUM	Ativos Sob Gestão
CDS	Swap de Default de Crédito
CRA	Agência de Classificação de Risco
ASG	Ambiental, Social e Governança
ESMA	Autoridade Europeia dos Mercados e de Valores Mobiliários
ETF	Fundo Negociado em Bolsa
FI	Renda Fixa
HY	<i>High Yield</i>
IG	Grau de Investimento
PM	Gestor de Carteira
PRI	Princípios para o Investimento Responsável
SEC	Securities and Exchange Commission (EUA)
SSA	Soberanos, Multilaterais e Agências

## AGRADECIMENTOS

O PRI agradece ao [Advisory Committee on Credit Ratings \(ACCR\)](#) e aos seus presidentes, My-Linh Ngo, da BlueBay Asset Management, e Ole Hagen Jørgensen, da Global Evolution. O ACCR é formado por 18 membros, entre investidores e agências de classificação de risco signatários do [ESG in Credit Ratings Statement](#) de 2016, além do co-diretor da UNEP Inquiry, Nick Robins. As orientações do ACCR e os dados fornecidos pelos entrevistados (listados no [Anexo 1](#)) foram fundamentais para a elaboração deste relatório, além do suporte financeiro da Rockefeller Foundation.

# ÍNDICE

SUMÁRIO EXECUTIVO	5
POR QUE OS FATORES ASG IMPORTAM NA ANÁLISE DO RISCO DE CRÉDITO	7
O CENÁRIO ATUAL	11
COMO OS INVESTIDORES ESTÃO ABORDANDO OS FATORES ASG E O RISCO DE CRÉDITO	11
COMO AS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO ESTÃO TRABALHANDO COM FATORES ASG	16
LIÇÕES DAS PESQUISAS EXISTENTES	24
DESCONEXÕES ENTRE INVESTIDORES E CRAs	25
VISIBILIDADE DOS RISCOS ASG	26
RELEVÂNCIA DOS FATORES ASG	27
O FATOR “E” VEM GANHANDO FORÇA	29
COMUNICAÇÃO E TRANSPARÊNCIA	30
POTENCIAL DE IMPACTO	31
QUESTÕES PARA O FUTURO	37
ANEXOS	38

# SUMÁRIO EXECUTIVO

Os investidores e as agências de classificação de risco (CRAs) vêm ampliando esforços para incluir fatores ambientais, sociais e de governança (ASG) na análise do risco de crédito.

Este relatório é o primeiro de uma série de três documentos preparados pelo PRI em sua iniciativa para aprimorar a inclusão *sistemática e transparente* de fatores ASG na análise de solvência de tomadores de crédito nos mercados de renda fixa (FI).

Fazemos aqui um resumo do cenário atual dos fatores ASG na análise do risco de crédito (em termos de reflexão e atividades)

para melhor compreendermos como investidores e CRAs já estão atuando, o que almejam e quais são suas expectativas. As partes dois e três farão uma cobertura mais aprofundada dos desafios existentes e das oportunidades futuras.

Há evidências tangíveis de progresso na incorporação de aspectos ASG por investidores e CRAs, incluindo uma maior alocação de recursos. No entanto, estes atores estão em diferentes estágios neste processo e enxergam o risco de crédito a partir de perspectivas diferentes:

## INVESTIDORES

- **Algumas ações dos investidores com relação à integração ASG são incipientes; algumas são parciais, outras mais avançadas:** no geral, a análise de fatores ASG ainda precisa ser sistematicamente integrada à avaliação de risco de crédito. Esta análise pode ser de natureza informativa, e em geral a responsabilidade recai somente sobre os analistas de ASG, que precisam “acender o sinal vermelho”. Neste estágio, portanto, a integração total de fatores ASG parece estar distante.
- **As expectativas dos investidores com relação às CRAs podem não ser realistas:** isto acontece em parte devido à confusão sobre o que as classificações de risco de fato medem, e à expectativa de que as classificações precisam ser calibradas para capturar riscos para os quais não foram desenhadas (ou seja, além do risco de default).

## AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO

- **As CRAs vêm integrando muitos fatores ASG em sua análise de classificação de risco, mas precisam de uma melhor comunicação:** apesar de a avaliação de governança tradicionalmente já ser realizada, as CRAs reconhecem que também precisam ser mais explícitas e transparentes com relação a outros fatores ASG, especificamente os socioambientais.
- **As CRAs estão aprimorando a pesquisa:** as CRAs estão cada vez mais pesquisando fatores ASG além da análise tradicional para classificação, o que contribui para o desenvolvimento de ferramentas de avaliação e para uma compreensão mais aprofundada das questões envolvidas. No entanto, ainda não sabemos se o conhecimento obtido a partir das pesquisas será incorporado à análise de classificação no futuro.

Este relatório também lança luz sobre as áreas de melhores práticas e os gargalos, incluindo:

- **Visibilidade dos riscos ASG:** Não há horizontes de tempo “perfeitos” para avaliar estes fatores, pois dependem de sua natureza. Os investidores têm solicitado mais orientações por parte das CRAs com relação à direção dos riscos; embora *Credit Watches*, Perspectivas e declarações de Perspectivas de certo modo ofereçam estas informações, as CRAs poderiam adotar uma abordagem mais detalhada para a incorporação de fatores ASG e incluir a análise de cenários para tratar de tendências de longo prazo e trajetórias de risco. Isto é importante principalmente para a avaliação da possibilidade de elevação ou rebaixamento, que norteia as transações nos mercados. Há também uma falta de consenso sobre qual deve ser o horizonte de tempo em que se concentra, pois os analistas de ASG tendem a ser mais orientados para o longo prazo do que os gestores de carteira (PMs), ao passo em que entre as CRAs esta tendência é variada.
- **Relevância dos fatores ASG:** É importante distinguir os fatores ASG que podem afetar o desempenho financeiro do emissor, seu risco de *default* e o desempenho da comercialização de seus títulos. No entanto, nem sempre

é fácil identificar tais fatores devido a restrições de dados, confusão sobre quais métricas devem ser priorizadas e a natureza dos riscos ASG (que podem ser novos tanto para investidores quanto para CRAs). Ao analisar o risco de default, deve-se também levar em conta a forma como os fatores ASG podem afetar a expectativa de perdas.

- **O fator “E” vem ganhando força:** CRAs e investidores com bastante frequência mencionam a governança como o fator ASG com maior probabilidade de impactar diretamente a solvência. No entanto, pesquisas recentes realizadas por investidores e CRAs sugerem que estes atores estão se concentrando mais nos fatores ambientais e verdes e menos nos fatores sociais, que são menos tangíveis.
- **Comunicação e transparência:** Melhorias são necessárias nos dois lados — as CRAs geralmente concordam que precisam aprimorar sua comunicação externa e a transparência com investidores, e os investidores precisam melhorar o diálogo interno (e a cooperação) entre analistas de ASG e gestores de carteira, que tomam a decisão final de investimento.
- **Limitação de pesquisa:** A análise de pesquisas acadêmicas e de mercado sobre fatores ASG e solvência existe, mas é limitada e fica atrás da pesquisa sobre renda variável. Dito isto, publicações já existentes fundamentam a noção de que há uma ligação clara entre fatores ASG e solvência.

---

Os achados deste relatório apontam para vários temas que devem moldar a agenda de fóruns setoriais liderados pelo PRI no próximo ano. Os fóruns permitirão que participantes do mercado abordem algumas das questões que surgiram até agora. Por exemplo:

- Como investidores e CRAs podem abordar a questão dos horizontes de tempo para os riscos ASG de longo prazo?
- Como investidores e CRAs utilizam sua competência cada vez maior em ASG para aprimorar a divulgação de informações pelos emissores?
- Os investidores devem considerar ferramentas para classificação que não seja de crédito (p.ex. pontuação ASG) para ajudá-los a avaliar riscos além do risco de *default*?
- Os órgãos reguladores facilitam a integração sistemática e transparente de aspectos ASG na avaliação de crédito?
- Como investidores e CRAs — e seus analistas — podem ser incentivados a aprimorar sua competência em ASG e incorporar sistematicamente os aspectos ASG em sua análise?
- Dado que os fatores ASG são geralmente intangíveis, como a avaliação qualitativa pode ser aprimorada para a análise do risco de crédito?

Este relatório é apenas o começo de um trabalho maior que vem pela frente. O PRI reconhece que estes achados podem não necessariamente refletir a visão do setor como um todo, principalmente de investidores. Encorajamos fortemente as partes interessadas a trabalhar conosco, envolvendo-se nas atividades que vêm sendo planejadas com a ajuda do ACCR, para levarmos este projeto adiante.

O PRI agradece qualquer feedback sobre esta iniciativa; o desafio é canalizar os esforços de maneira construtiva, eficiente e eficaz em busca de mudanças reais.

# POR QUE OS FATORES ASG IMPORTAM NA ANÁLISE DO RISCO DE CRÉDITO

O impacto das mudanças climáticas, que ficou mais visível nos últimos anos, e os escândalos corporativos que causaram um enorme prejuízo financeiro e desencadearam os efeitos devastadores da crise financeira global são lembretes bastante duros de como a supervisão, a falta de transparência e a prestação de contas podem afetar a precificação, a volatilidade e, por fim, a estabilidade financeira do mercado de renda fixa.

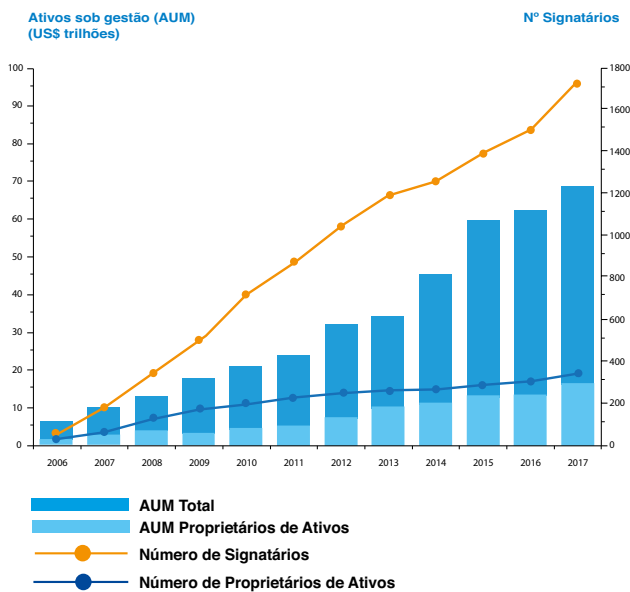
O mundo está mudando e os riscos ASG estão se tornando mais visíveis. Parte destes riscos pode já estar incorporada à avaliação tradicional de risco de crédito, mas ainda não foi classificada como tal. Por outro lado, alguns já não são mais vistos como riscos de longo prazo e começaram a ser incorporados recentemente, enquanto outros ainda estão emergindo ou são vistos somente como potenciais. Por fim, a

conscientização dos investidores aumentou em decorrência de vários casos de baixo desempenho de títulos quando os riscos ASG foram subestimados.

A demanda dos investidores por ativos associados aos fatores ASG vem crescendo e, conseqüentemente, a necessidade de entender melhor estes fatores também aumentou: o PRI já tem mais de 1,700 signatários, com ativos sob gestão (AUM) totalizando mais de US\$ 70 trilhões. Deste montante, os ativos de renda fixa representam cerca de US\$ 30 trilhões (ou 41% do AUM), a maior parte investidos em títulos soberanos e corporativos não-financeiros.<sup>1</sup> A integração sistemática no processo de investimento está mais avançada hoje para títulos corporativos não-financeiros do que para outras classes de renda fixa.

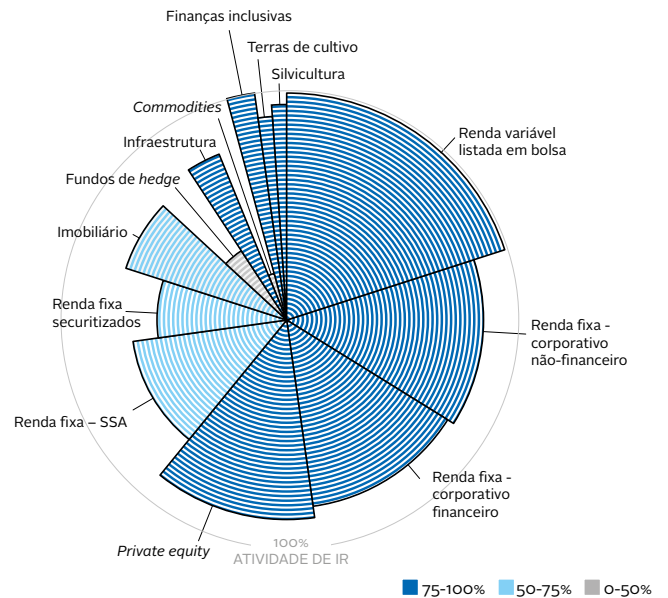
## Signatários do PRI e ativos sob gestão.

Fonte: PRI



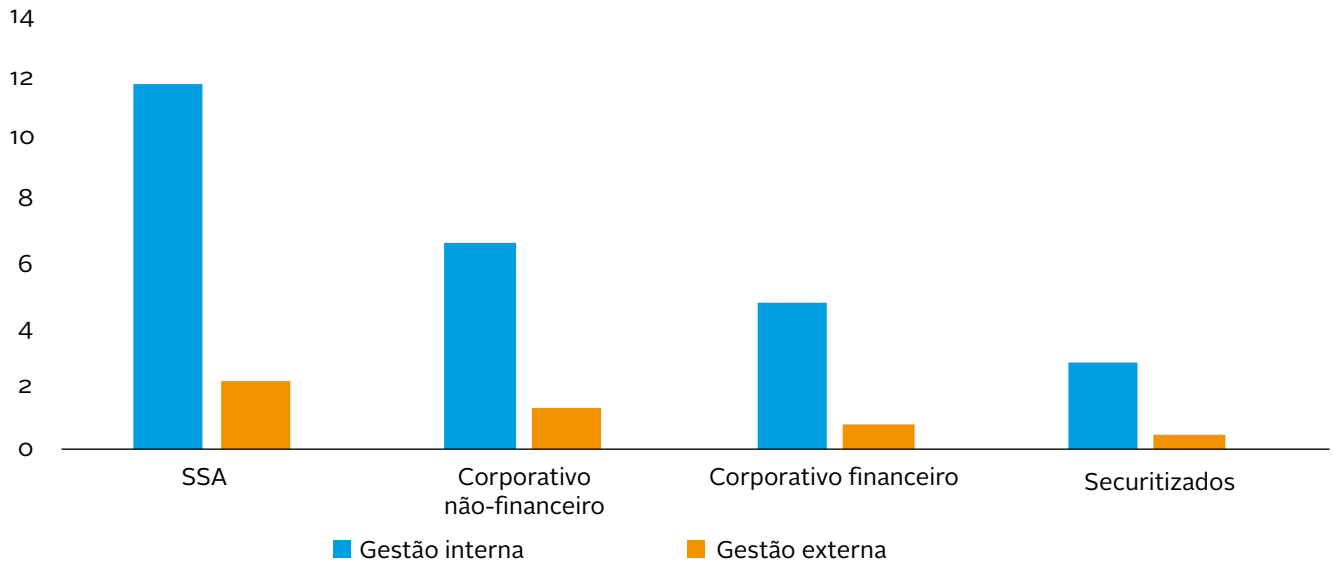
## Proporção de gestores de investimento que fazem a divulgação do PRI e que realizam algum tipo de atividade de investimento responsável, por classe de ativos (2016).

Fonte: PRI

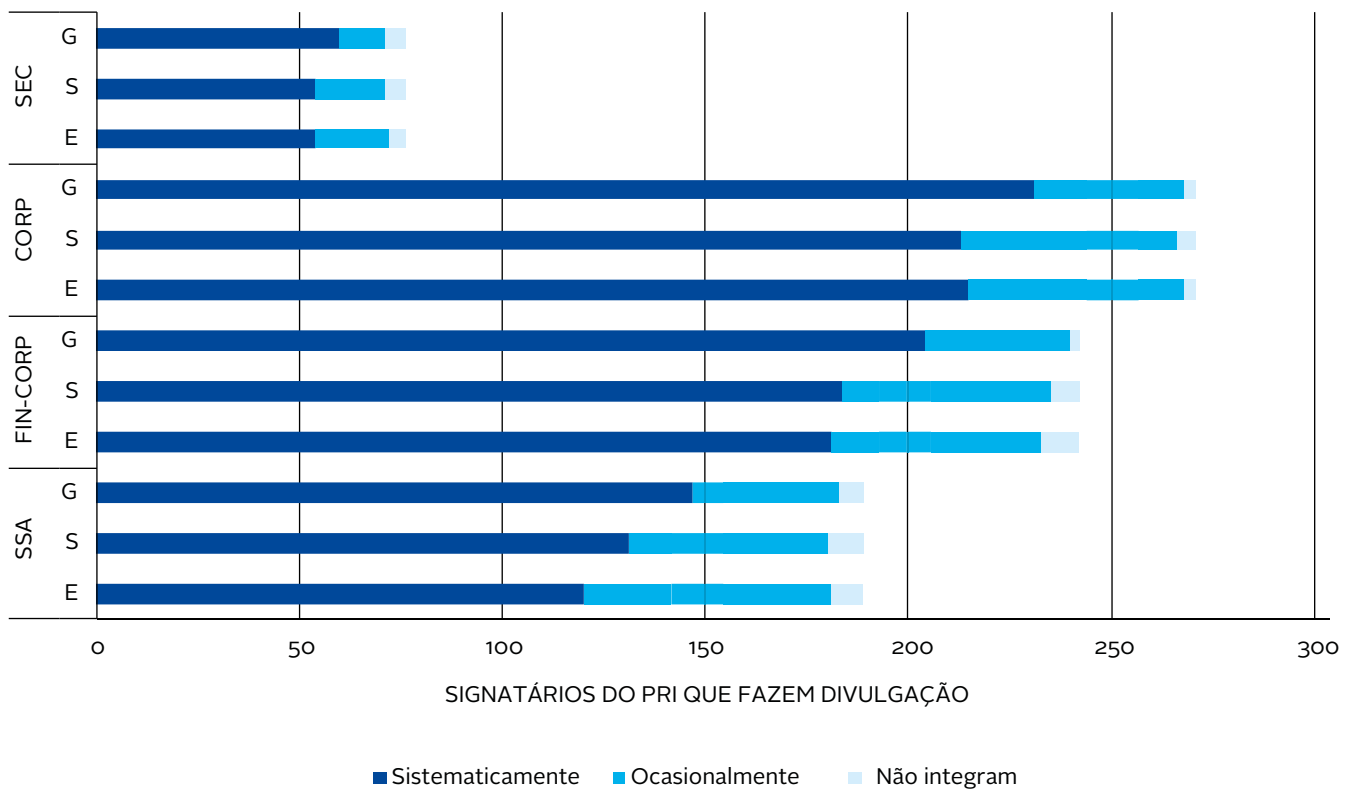


<sup>1</sup> Parte destes recursos é administrada diretamente pelas equipes internas dos proprietários de ativos (AOs) ou dos gestores de ativos (AMs), e parte é terceirizada para gestores externos. Além disso, parte dos recursos está investida em estratégias passivas que buscam replicar as posições de investimento de um determinado índice, enquanto outros fundos adotam uma abordagem mais ativa que busca superar o desempenho do mercado.

**AUM dos signatários do PRI por tipo de instrumento de renda fixa (2016, US\$ tri). Fonte: PRI**



**Até que ponto os investidores em renda fixa estão integrando os fatores ASG aos seus processos de investimento? Fonte: PRI**





Para as empresas, além da gestão, o argumento em favor de uma sociedade mais ambientalmente sustentável e socialmente responsável vem tomando a dianteira nos últimos anos — tanto com relação à gestão de riscos quanto como uma forma de localizar oportunidades e distorções nos preços de mercado.

Os investidores compreendem a necessidade de uma visão de alto nível sobre quais fatores ASG podem impactar suas carteiras, mas precisam entender com maior clareza as implicações para as classes de ativos.

Para instrumentos de renda fixa, os participantes do mercado podem aprender com as práticas de integração ASG na análise de renda variável. A integração ASG em renda variável é mais avançada apesar de o mercado ser comparativamente menor (em parte porque o direito de voto dos acionistas facilitou este progresso). No entanto, a renda fixa é uma classe diferente de ativos, com muitos *stakeholders* envolvidos, e diferentes horizontes de tempo a ser considerados (Ngo, 2016).

Por fim, um dos principais objetivos dos investidores é maximizar o retorno e minimizar os riscos, inclusive aqueles relacionados a fatores ASG. No caso da renda fixa, os investidores compram títulos por motivos que vão desde preservação ou valorização do capital, renda e diversificação de carteira até proteção contra a inflação ou fragilidade econômica.

A preservação de capital é importante principalmente para seguradoras e fundos de pensão, que detêm um grande volume de títulos de renda fixa para fins de gestão de ativos e passivos e têm um dever fiduciário para com seus segurados e/ou beneficiários. Esta questão ganhou maior projeção a partir do início da década com a introdução de regulamentações que exigem que os credores arquem com parte do ônus do *default* do tomador de crédito, liquidando parte da dívida.

A incorporação de aspectos ASG na análise do risco de crédito não é uma mera formalidade, pois o risco de crédito é complexo e está relacionado à probabilidade de inadimplência pelo emissor. No entanto, alguns fatores ASG também podem afetar a solvência de maneira indireta — a escassez de recursos, por exemplo, pode aumentar a pressão inflacionária, desencadeando um aperto na política monetária e um aumento no custo de capital que, aliados a condições adversas no mercado e baixa liquidez, poderiam levar à inadimplência.

De modo geral, os fatores ASG podem afetar o desempenho do preço dos papéis e seu risco de crédito em níveis diferentes:

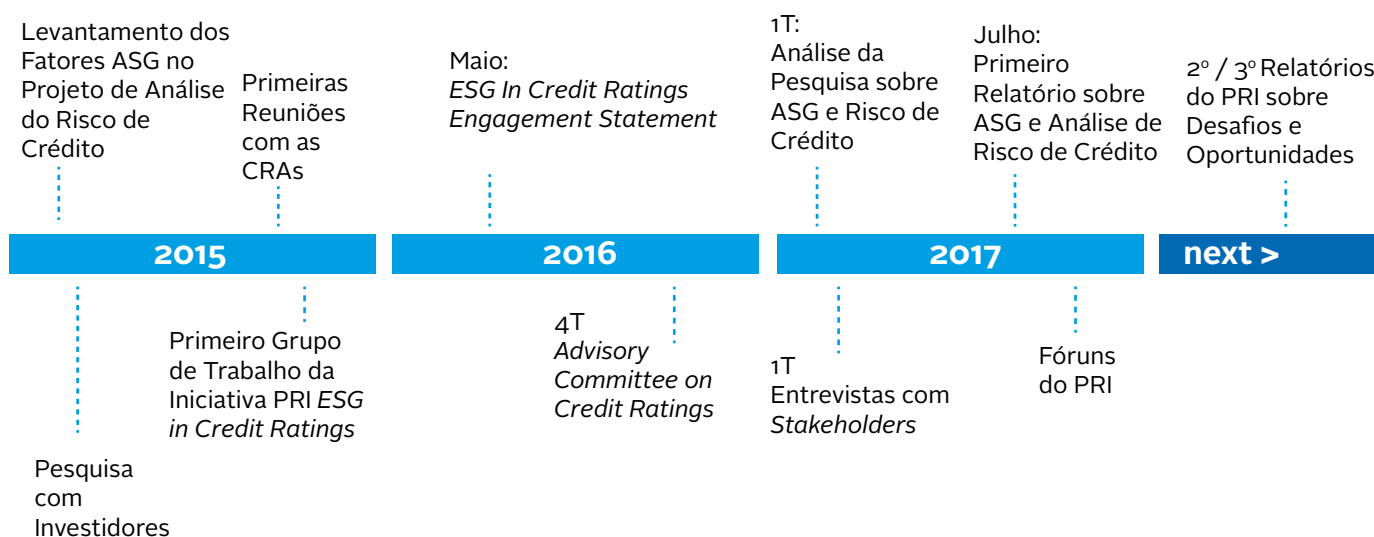
- **Emissor/empresa:** São riscos que afetam uma emissão específica ou seu emissor, e não o mercado como um todo. Estão geralmente relacionados a fatores como a governança do emissor, sua conformidade regulatória, a solidez de seu balanço e, no nível corporativo, a reputação da marca. Por exemplo, o *yield* da dívida corporativa da montadora Volkswagen subiu e permaneceu alto por um período prolongado após o escândalo das emissões.
- **Setor/região geográfica:** Estes riscos são gerados por questões mais amplas que afetam todo o setor ou a região geográfica na qual o emissor opera. Podem estar relacionados a fatores regulatórios, mudanças tecnológicas associadas à atividade da empresa, e/ou os mercados que a empresa supre ou onde vende seus produtos. Por exemplo, as prestadoras de serviços de utilidade pública estão relativamente mais expostas a riscos relacionados às mudanças climáticas do que as empresas do setor financeiro.

A história também nos ensina que pode haver ramificações caso os riscos idiossincráticos afetem os pares no setor em que o emissor atua. Por exemplo, o escândalo das emissões da Volkswagen foi o ponto de virada no futuro dos carros movidos a diesel. Além disso, até mesmo os eventos chamados de “cisnes negros” (eventos inesperados e de grande impacto que são extremamente difíceis de prever) podem ser mitigados com uma gestão adequada de riscos.<sup>2</sup> Um exemplo é o deslizamento que ocorreu em 2013 na mina Bingham Canyon da Rio Tinto em Utah, nos Estados Unidos, em que ninguém foi ferido porque o sistema de varredura a laser da empresa enviou sinais de alerta com antecedência, permitindo a imediata evacuação do local.

Nem todos os fatores ASG que afetam o desempenho do preço dos títulos influenciam a solvência do emissor — este ponto será explorado em maior profundidade mais adiante. Mesmo assim, novas evidências de que há uma conexão entre fatores ASG e solvência demonstram que é fundamental que os participantes do mercado garantam — quando relevante — que estes fatores sejam sistematicamente incluídos em seus processos de avaliação (consulte o capítulo “Lições das pesquisas existentes”). A transparência também é essencial para a realização de uma análise robusta do risco de crédito, assim como promover uma cultura de conscientização pode ajudar a eliminar “pontos cegos” no processo.

2 O termo “evento cisne negro”, no contexto dos mercados financeiros, foi criado por Nassim N. Taleb (Taleb, 2008).

## Linha do tempo da iniciativa ESG in Credit Ratings. Fonte: PRI



## A INICIATIVA PRI ESG IN CREDIT RATINGS

O PRI já publicou vários relatórios sobre os fatores ASG na renda fixa, incluindo um para títulos privados (2013) e um para títulos públicos (2013), além de um guia geral para investidores (2014).

Este documento é parte de um projeto iniciado em 2015, quando o PRI realizou uma pesquisa com investidores e formou um grupo de trabalho sobre a importância do engajamento com as CRAs para aprimorar a integração sistemática e transparente dos fatores ASG na análise do risco de crédito.

Um marco importante foi a publicação, em 2016, do [Statement on ESG in Credit Ratings](#), em que os investidores e as CRAs declararam publicamente que reconhecem o valor da integração dos fatores ASG em análise do risco de crédito, e seu compromisso em colaborar com:

- O desenvolvimento de uma melhor compreensão dos fatores ASG, uma vez que estão relacionados à solvência; e
- A elaboração de soluções práticas para a incorporação mais sistemática e transparente dos fatores ASG na classificação e análise de risco.

Após a elaboração de um plano de ação para levar o projeto adiante, o ACCR foi formado no final de 2016 para dar início ao trabalho que se transformou na espinha dorsal deste relatório e se baseia em:

- **Entrevistas com stakeholders:** Entrevistas foram realizadas com profissionais das CRAs e investidores para compreender seus processos internos de pesquisa e análise e suas motivações para considerar os fatores ASG (consulte o [Anexo 1](#)).
- **Relatório de progresso do PRI:** Informações prestadas no âmbito da Divulgação & Avaliação anual de signatários do PRI.

## PRI Statement on ESG in Credit Ratings em junho de 2017

**100+**  
Investidores institucionais  
(US\$ 19 tri AUM)

**9** Agências de Classificação de Risco\*



**Iniciativa Global**

\* Inclui a Beyond Ratings, que ainda não é uma agência de classificação, mas já solicitou o registro

- **Pesquisa do PRI com investidores:** *Insights* reunidos a partir da pesquisa original realizada no início de 2015 – desenhada para avaliar como os investidores de renda fixa consideram os fatores ASG em sua análise de solvência dos emissores – além de opiniões sobre a integração de fatores ASG pelas CRAs.
- **Avaliação das pesquisas:** Uma avaliação das pesquisas disponíveis sobre a relação entre vários fatores ASG e solvência. Esta avaliação, que não tem o objetivo de ser um meta-estudo, foi realizada no primeiro trimestre de 2017 (consulte o [Anexo 3](#)).

# O CENÁRIO ATUAL

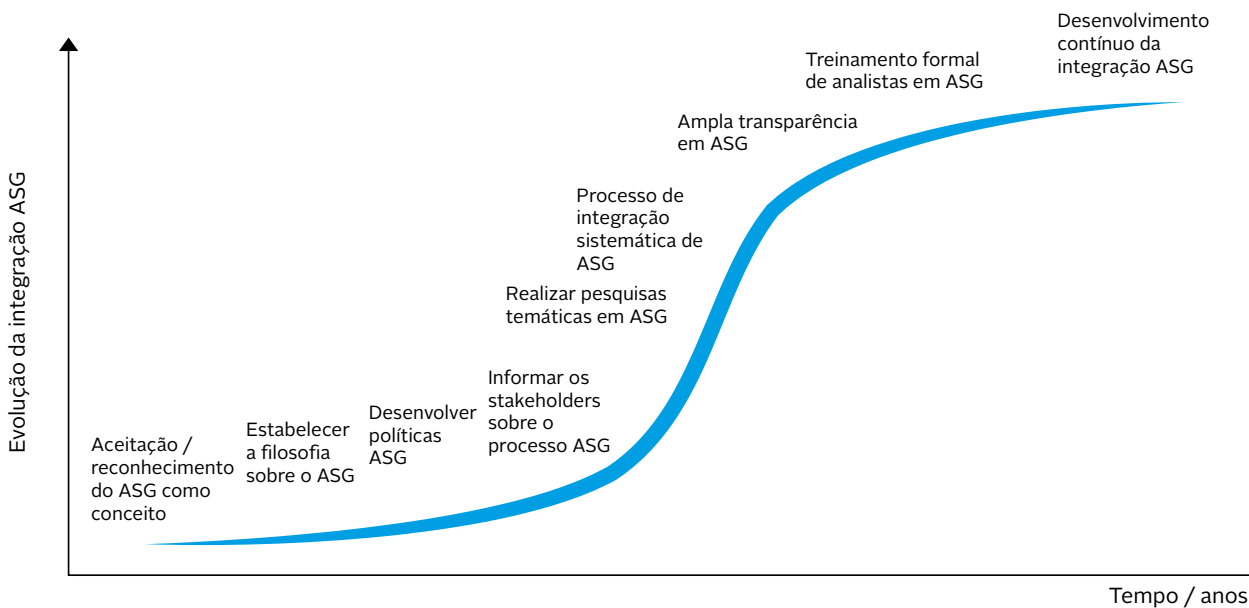
O amplo apoio ao *PRI Statement on ESG in Credit Ratings* é prova de que a comunidade financeira está levando os aspectos ASG cada vez mais a sério. Até hoje, pouco se fez para esclarecer as motivações, opiniões e práticas de investidores e CRAs com relação à integração de fatores ASG na análise de crédito.

Parece haver bastante engajamento dos investidores com CRAs especificamente para questões relacionadas a ASG nos últimos anos, mas a iniciativa liderada pelo PRI é fundamental para se criar espaço para que este engajamento seja realizado de maneira mais coordenada. Este diálogo ainda é incipiente, mas já trouxe à tona vários temas interessantes.

É bastante encorajador observar que investidores e CRAs estão alocando mais recursos para a priorização de fatores ASG. Um exemplo é que as CRAs publicam pesquisas e têm analistas ASG dedicados. Além disso, ambos os lados buscam novas medidas (desenvolvidas internamente ou por meio de prestadores de serviços) para quantificar e incorporar estes riscos de maneira mais sistemática em suas avaliações. A S&P Dow Jones Indices, por exemplo, adquiriu recentemente o controle acionário da consultoria ambiental Trucost plc, do Reino Unido, especializada em carbono, dados ambientais e análise de risco.

Investidores e CRAs já deram um passo além do reconhecimento inicial dos fatores ASG como um conceito relevante de investimento, mas estão em diferentes estágios na integração ASG na análise do risco de crédito.

**Linha do tempo ilustrativa do desenvolvimento da integração ASG. Fonte: PRI**



## COMO OS INVESTIDORES ESTÃO ABORDANDO OS FATORES ASG E O RISCO DE CRÉDITO

A maior parte dos signatários do PRI diz que utiliza alguma forma de abordagem ASG no investimento em instrumentos de renda fixa, incluindo estratégias como *screening* e investimentos temáticos (consulte o [Anexo 2](#)).<sup>3</sup> É importante reconhecer que a sensibilidade aos fatores ASG entre os signatários do PRI é relativamente alta em comparação com outros investidores. Ainda assim, o total de ativos sob gestão

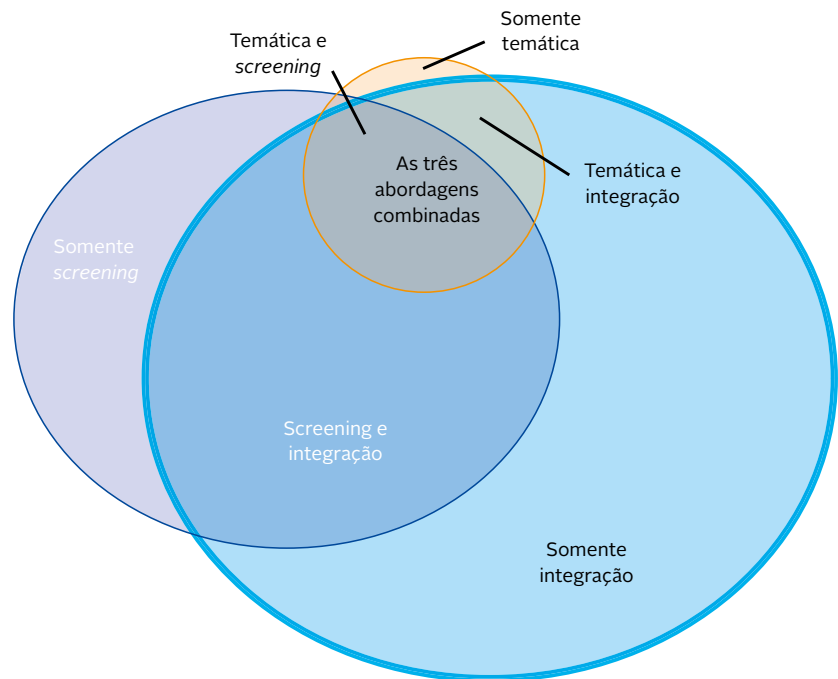
investidos em renda fixa pelos signatários do PRI representa mais de um terço do mercado total de renda fixa, e esta proporção está crescendo.

A integração parece ser, de longe, a estratégia mais popular para a incorporação de fatores ASG nas decisões de investimento em renda fixa, seguida pela integração com abordagens de *screening*. As estratégias que contêm algum elemento temático são menos populares.

<sup>3</sup> Em 2017, 1.248 investidores divulgaram suas atividades e alocação de carteira de 2016 para o PRI. Este número é menor do que o total de 1.714 signatários; prestadores de serviços não fazem divulgação, e a divulgação é opcional para novos signatários no primeiro.

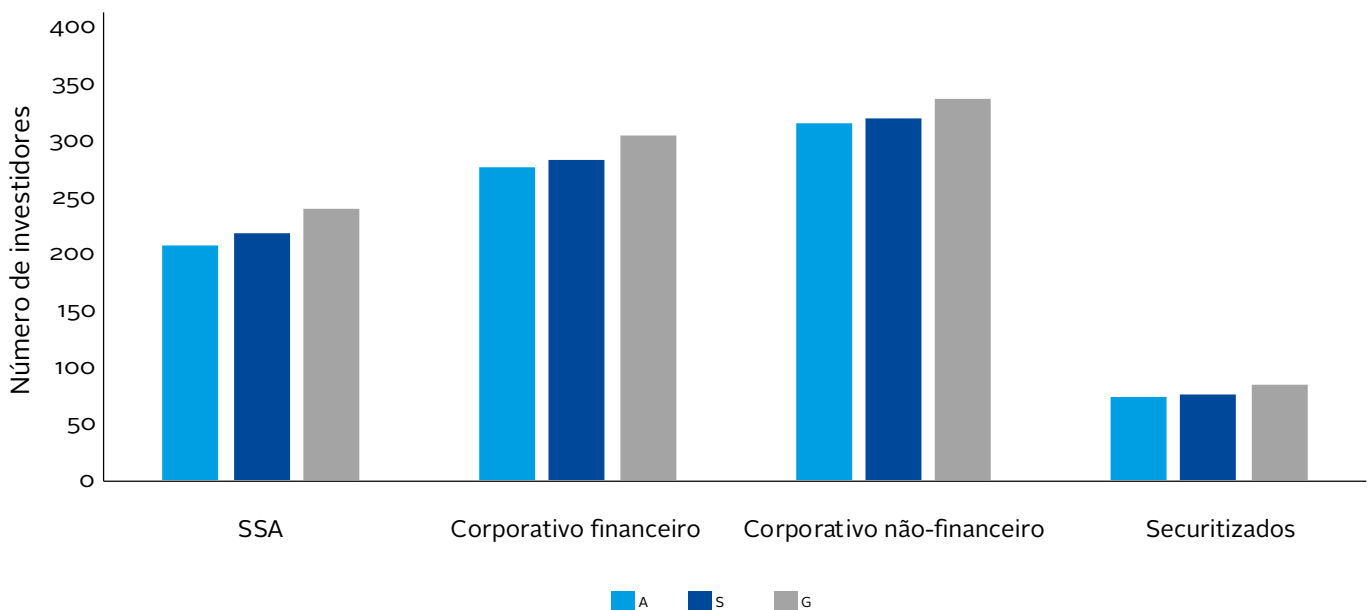
**Estratégias para a incorporação de fatores ASG nas decisões de investimento, por volume total de ativos de renda fixa em gestão direta. Fonte: PRI**

Abordagens combinadas de renda variável (USD tri)	
Somente screening	2,3
Somente temática	0,1
Somente integração	9,6
Estratégias de screening + integração	5,8
Estratégias temáticas + de integração	0,1
Estratégias de screening + temáticas	0,4
As três estratégias combinadas	1,4
Não há aplicação de estratégias de incorporação	2,3
Total (gestão ativa)	21,9



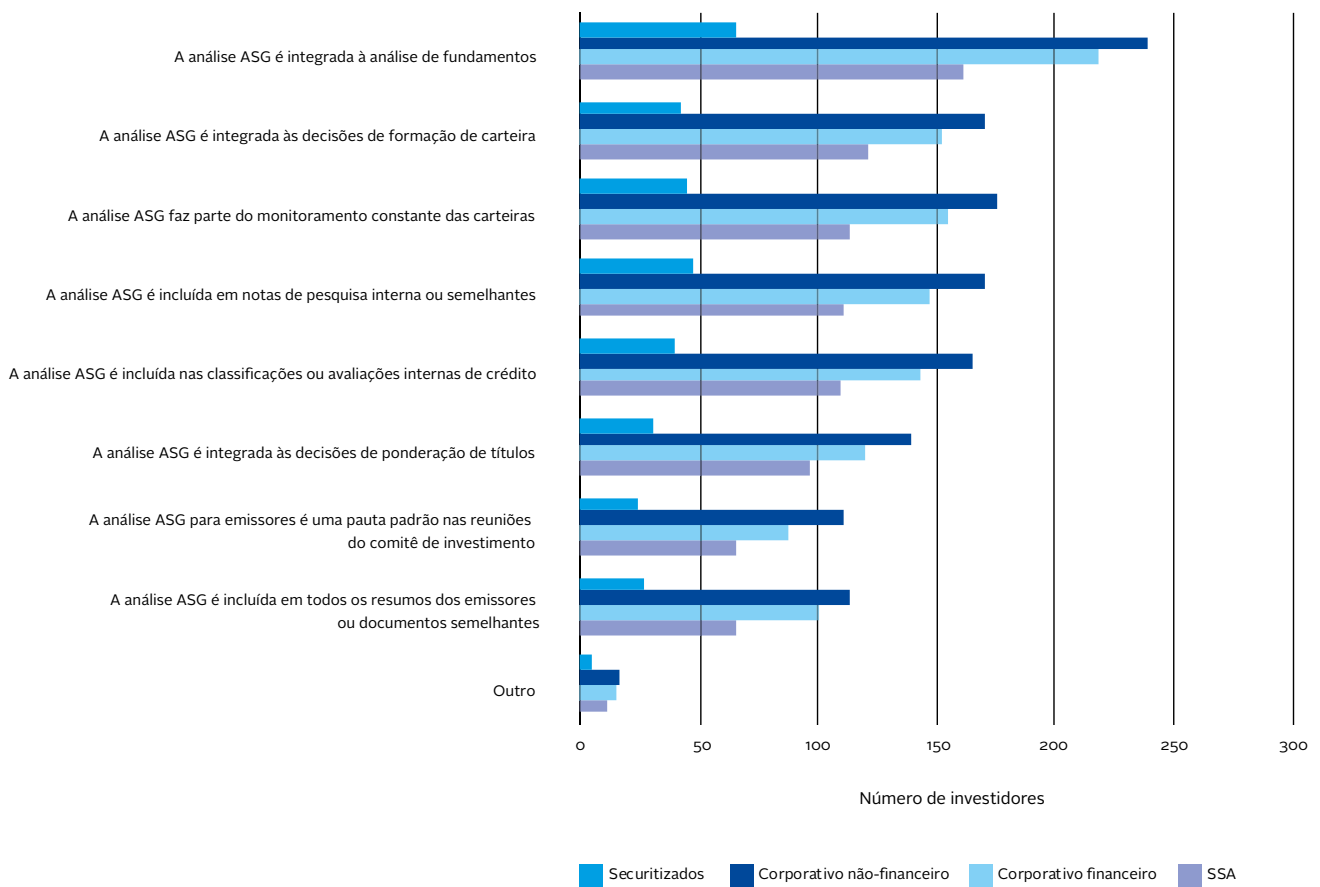
Para os instrumentos de renda fixa, a governança é sempre mencionada como o fator ASG que é considerado de maneira mais sistemática – conclusão que está em linha com os *insights* oriundos das entrevistas e que será discutida mais adiante neste relatório.

**Fatores ASG que os signatários do PRI incorporam sistematicamente na renda fixa. Fonte: PRI**



Os investidores utilizam a análise ASG em sua tomada de decisão de investimento de várias maneiras. O gráfico abaixo mostra que um número significativo de investidores em renda fixa está integrando o ASG internamente na classificação de risco e na avaliação do risco de crédito.

**Como os investidores diretos em renda fixa utilizam dados ASG no processo de integração ASG? Fonte: PRI**

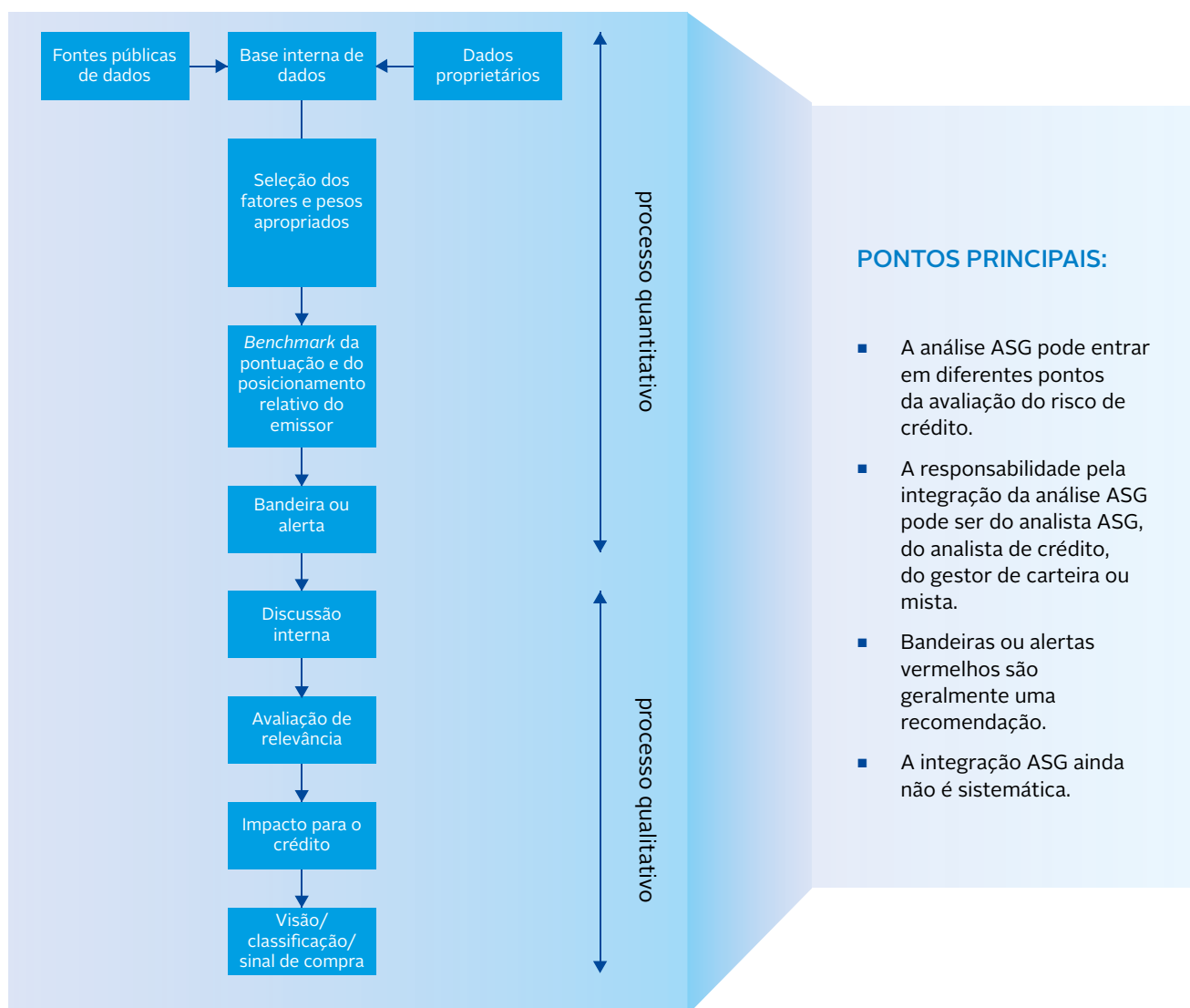


As entrevistas realizadas para a preparação deste relatório demonstram que a maior parte dos gestores diz integrar parcialmente a análise ASG em seu processo de investimento, ou que está em processo de integração. No entanto, quando a integração ASG fica por conta somente dos analistas ASG, as visões diferem no que se refere a como estes fatores são integrados na análise convencional de crédito e incorporados pelos gestores de carteira em sua decisão final de investimento.

O diagrama na próxima página ilustra os passos que, com base nas entrevistas, os investidores parecem adotar ao considerar os fatores ASG. Serve somente para ilustração: nem todos os investidores seguem todos os passos, e alguns podem utilizar mais abordagens quantitativas do que outros, por exemplo.

A maior parte dos investidores entrevistados admite que seu processo de incorporação sistemática de ASG no *valuation* de renda fixa, incluindo a análise de crédito, não está tão avançado em comparação com o processo de incorporação dos investidores em renda variável. No geral, a integração de aspectos ASG ainda está longe de ser parte integrante do processo de avaliação de crédito.

Diagrama ilustrativo da integração ASG por investidores na análise do risco de crédito. Fonte: PRI



Três pontos se sobressaem em nossos achados mais recentes:

- **Análise e integração ASG:** A análise ASG é geralmente realizada por analistas ASG e então compartilhada com analistas de crédito; os investidores entrevistados dizem que ainda é preciso conseguir o apoio interno necessário para a integração de aspectos ASG. Muitos dos entrevistados reconhecem que esta é uma fragilidade em potencial, pois a relação entre a “bandeira” levantada pelos analistas ASG e a avaliação final da qualidade de crédito pode não ser sistemática.

- **Combinação de abordagens qualitativas e quantitativas:** Similar à metodologia das CRAs, a integração ASG na análise do risco de crédito é baseada em um mix de indicadores qualitativos e quantitativos. Na maioria dos casos, a análise é baseada em informações disponíveis para o público e indicadores proprietários.<sup>4</sup>
- **Subjetividade:** Os gestores selecionam fatores e pesos “apropriados” e inevitavelmente incorporam seu julgamento pessoal nas análises, o que acontece de forma semelhante com as CRAs. No entanto, estas abordagens raramente passam por *backtesting*. Mesmo quando os fatores quantitativos são incluídos, a decisão de investimento depende do julgamento final do analista.

<sup>4</sup> Alguns dos gestores de ativos entrevistados para a preparação deste relatório foram citados aqui, mas outros signatários do PRI também documentaram sua abordagem. Por exemplo, AXA (2013); Oddo (2013); Robeco (2014).

O que dizem os investidores

ANÁLISE E INTEGRAÇÃO ASG

“Cabe aos gestores de carteira entrar em contato com a equipe ASG caso estejam analisando um novo problema e não saibam em quais fatores ASG devem se concentrar” (Addenda, Lambert & Minns, 2017).

“Até hoje nossa abordagem para a integração ASG tem sido mais uma série de conversas com os analistas de crédito para promover a conscientização e o entendimento. Ainda não estamos no estágio de incluir explicitamente um peso formal para a formação de carteira” (BlueBay AM, Ngo, 2017).

“Uma parte importante do nosso processo de integração ASG tem sido construir relacionamentos internos para ampliar a compreensão das equipes de investimento e conseguir ampliar seu apoio... É um processo gradual de treinamento informal sobre o que significa o ASG... utilizamos as pontuações como um mecanismo de sinalização que os analistas de crédito podem utilizar para investigar os problemas em profundidade e, quando relevante, integrar os achados às suas análises e recomendações” (Legal & General, Ogden, 2017).

ABORDAGEM MISTA QUALITATIVA/QUANTITATIVA

“Utilizamos vários fatores em nossa análise, incluindo dados quantitativos e entrevistas qualitativas com emissores... utilizamos as análises de títulos privados da Moody's Investors Service, da DBRS e da S&P Global Ratings, mas depois fazemos nossa própria análise” (Addenda, Lambert & Minns, 2017).

“A modelagem ASG utiliza uma série de dados de pesquisa e estatísticos cuidadosamente selecionados e fornecidos por organizações internacionais que oferecem uma estrutura abrangente para complementar nossa análise dos acontecimentos macroeconômicos específicos de cada país. Os fatores ASG compõem 40% da nossa ferramenta analítica proprietária Country Credit Model (CCM), que classifica a solvência relativa da dívida pública nos mercados emergentes” (Neuberger Berman, 2013).

“Para se compreender as implicações das variáveis financeiras, como *spreads*, retornos ou taxas, é necessário integrar a dinâmica ASG de maneira econométrica aos modelos de *valuation*” (Global Evolution, Hagen J., 2017).

SUBJETIVIDADE

“Do ponto de vista do investimento, percebemos que G, governança, é o fator mais relevante, então damos a este componente o maior peso na pontuação ASG total do emissor, utilizando as pontuações para A, S ou G de nosso provedor terceirizado... damos à pontuação G um peso de 50%, 25% para S e 25% para A na pontuação total” (BlueBay AM, Ngo, 2017).

## COMO AS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO ESTÃO TRABALHANDO COM FATORES ASG

A motivação das CRAs para abraçar a iniciativa PRI ESG Credit Ratings indica o desejo genuíno de implementar a visão do

Statement; até agora, nove já assinaram, e quatro fazem parte do ACCR e participaram das entrevistas.<sup>5</sup> As CRAs variam em tamanho, histórico e oferta de serviços, além de foco regional.

Tipo de CRA	Progresso em ASG	Principais achados
<p><b>CRAs globais</b></p> <p>Este grupo contém as duas maiores e mais estabelecidas CRAs: Moody's Investors Service e S&amp;P Global Ratings.</p>	<p><b>Liderando o grupo – maiores esforços</b></p> <p>Progresso visível em complementar a análise de classificação com publicações adicionais de pesquisa sobre aspectos ASG para refinar e aprimorar metodologias e a transparência.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ <b>Motivação:</b> Acreditam que a assinatura da declaração reafirma o que já fazem em termos de integração ASG e transparência. A demanda dos clientes está aumentando, mas ainda é localizada.</li> <li>■ <b>Foco:</b> Publicação de artigos sobre como integram os fatores ASG aos seus critérios; exploração da criação de pontuações adicionais em ASG; o foco das pesquisas recentes é evidente principalmente nas mudanças climáticas e na avaliação "verde".</li> <li>■ <b>Capacidade interna:</b> Em expansão. Contratação de equipe com histórico em ASG e treinamento em ASG dos analistas de crédito e comitês de classificação existentes; criação de novas ferramentas de avaliação ASG; expansão da análise de dados e busca de experiência de prestadores de serviços (p.ex. aquisição da Trucost plc pela S&amp;P Dow Jones Indices).</li> <li>■ <b>Transparência:</b> Ambas as CRAs reconhecem que há espaço para aprimoramento.</li> <li>■ <b>Desafios:</b> Disposição dos investidores de pagar por produtos e serviços orientados para ASG e que não sejam de classificação; atendimento da crescente demanda por comentários mais aprofundados sobre fatores ASG para emissores que vão além da atual classificação de risco.</li> </ul>
<p><b>CRAs-Especialistas menores/regionais</b></p> <p>Este grupo contém agências menores e mais especializadas: Liberum Ratings, RAM Ratings e Scope Ratings AG.</p>	<p><b>Tirando o atraso – bons esforços</b></p> <p>Mais jovens; menos desenvolvidas na publicação de protocolos funcionais do que as agências globais, mas que demonstram um forte compromisso com a incorporação de fatores ASG conforme crescem.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ <b>Motivação:</b> Crença no valor do ASG e interesse em satisfazer a crescente demanda dos investidores nesta área.</li> <li>■ <b>Foco:</b> A maioria ainda está no estágio de desenvolvimento de medidas formais e sua utilização formal em todas as classificações.</li> <li>■ <b>Capacidade interna:</b> Incipiente. Por exemplo, uma CRA encarregou alguns de seus funcionários seniores de formar uma força-tarefa para desenvolver a capacidade interna, protocolos e processos necessários, e administrar seus compromissos segundo a declaração.</li> <li>■ <b>Transparência:</b> As metodologias internas ainda estão sendo desenvolvidas, e a transparência, além dos artigos metodológicos de alto nível, é limitada.</li> <li>■ <b>Desafios:</b> As CRAs menores e regionais enfrentam uma maior pressão comercial, que pode comprometer a integração ASG, porque ainda dependem em grande parte das taxas dos emissores.</li> </ul>
<p><b>CRAs regionais – chinesas</b></p> <p>Este grupo representa um subconjunto das CRAs regionais e inclui a Dagong Global Credit Ratings, a China Chengxin e a Golden Credit Ratings.</p>	<p><b>Começo da jornada – foco no verde</b></p> <p>Geralmente consideram o ASG a partir da perspectiva dos títulos verdes.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ <b>Motivação:</b> As políticas públicas na China têm gerado um interesse significativo por títulos verdes, e as CRAs reagiram criando processos de classificação de títulos verdes.</li> <li>■ <b>Foco:</b> Quase que exclusivamente no impacto ambiental dos projetos classificados.</li> <li>■ <b>Capacidade interna:</b> Em expansão para atender à demanda crescente por processos de avaliação de títulos verdes.</li> <li>■ <b>Transparência:</b> Continua sendo um problema devido às barreiras linguísticas e às divergências significativas entre as classificações de agências locais e globais para o mesmo emissor (FT, 2017).</li> <li>■ <b>Desafios:</b> Uma CRA comentou que o maior desafio para seu processo de classificação é como internalizar os custos ambientais.</li> </ul>

<sup>5</sup> As nove CRAs incluem a Beyond Ratings, que ainda não é uma agência de classificação de risco mas já fez a inscrição.



**Os fatores ASG não são completamente novos para a análise de crédito:** Durante as entrevistas, as CRAs destacaram que os aspectos ASG sempre foram considerados em sua análise de classificação.

“Para nós, a declaração do PRI reafirma o que já fazemos nesta área” (S&P Global Ratings, Wilkins, 2017).

“Os aspectos ASG fazem parte da avaliação holística do risco de crédito que fazemos para as entidades classificadas. São um elemento importante de nossa avaliação da solvência das entidades, pois representam um risco de crédito relevante” (Moody’s Investors Service, 2015).

“Entre as muitas categorias de risco que a S&P Global Ratings examina dentro de seu protocolo de classificação estão os riscos ambientais, sociais e de governança (ASG). Como todas as entidades operam nos mundos natural e social, consideramos estes riscos como universais em todo o espectro de classificação... administrar os riscos ambientais e sociais faz parte da avaliação do risco de negócio e financeiro para a classificação de risco das empresas, sempre que aplicável e quando os riscos ambientais e sociais são importantes para a classificação” (S&P Global Ratings, 2015).

No entanto, os fatores ASG podem não ter sido classificados como tal até recentemente. Mas isso está mudando.

Por exemplo, eles vêm sendo cada vez mais mencionados ou são o foco de publicações das CRAs. Em 2015, a Moody’s Investors Services publicou o documento *Environmental, Social and Governance (ESG) Risks — Global: Moody’s Approach to Assessing ESG Risks in Ratings and Research*. No mesmo ano, a S&P Global Ratings publicou o documento *ESG Risks in Corporate Credit Ratings — An Overview*. A RAM Ratings comenta que: “Em nossos mais de 25 anos de experiência em classificação, os fatores de risco ASG, quando relevantes, já fazem parte de várias de nossas metodologias ou ações de classificação” (2016).

Na verdade, as CRAs estão respondendo à crescente demanda dos clientes, apesar de algumas delas dizerem que a sensibilidade a temas relacionados está mais estabelecida na Europa e ainda em desenvolvimento em outras regiões.

“A estratégia da Scope é criar um novo protocolo que inclua fatores ASG, pois são importantes para os investidores” (Scope Ratings AG, Theodore, 2017).

**O desafio é a divulgação:** O maior desafio para as CRAs é a divulgação e a transparência, e não a implementação de um protocolo de integração ASG, que elas já possuem. As CRAs reconhecem, no entanto, que há espaço para refinar estas metodologias, expandir a análise de dados e a divulgação, além da expertise e dos recursos internos em ASG, e estão trabalhando em todas estas áreas.

“Conforme nos engajamos mais profundamente com o ASG, reconhecemos que havia formas de trabalhar melhor no que diz respeito à transparência e inclusão sistemática dos fatores ASG na divulgação” (Moody’s Investors Service, Cahill, 2017).

“Na medida em que progredimos em nossa jornada e após um estudo cuidadoso, podemos ampliar a divulgação de fatores ASG em nossas publicações, além de lançar várias ferramentas e critérios de classificação para aprimorar a compreensão e a avaliação dos riscos ASG no tempo devido” (RAM Ratings, Dass, 2016).

A Moody’s Investors Service publicou comentários relacionados a ASG em que diz que estes riscos são relevantes. A S&P Global Ratings faz isso nos *Key Credit Factors*, que documentam como a empresa interpreta seus próprios critérios corporativos gerais para levar em consideração a dinâmica ou os fatores de setores específicos. Os *Key Credit Factors* descrevem os riscos ASG que podem ser relevantes para cada setor, exceto os que já sejam cobertos por critérios de gestão e governança.

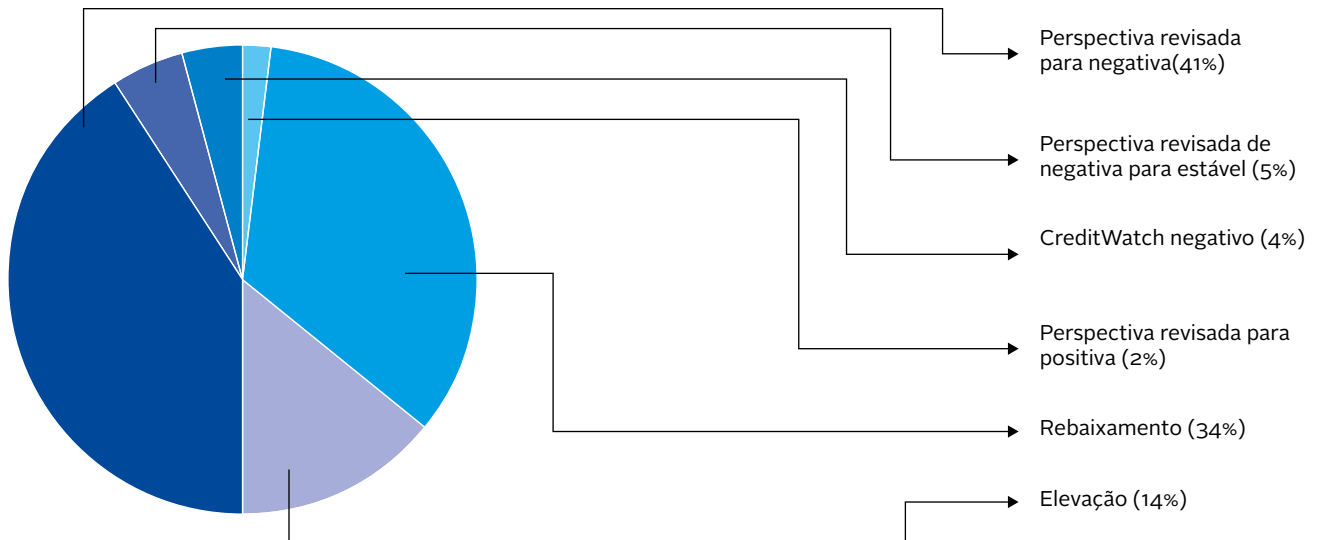
A S&P Global Ratings também publicou uma revisão de suas ações globais de classificação de risco corporativo desde 19 de novembro de 2013 para analisar o impacto de eventos climáticos extremos e de riscos ambientais e relacionados ao clima.<sup>6</sup>

Em sua revisão de todos os 38 sub-setores, identificou 299 casos em que estes riscos resultaram em (ou contribuíram para) uma revisão da classificação de risco, ou foram fatores significativos para a análise da classificação. Em 56 destes casos, os riscos ambientais e climáticos tiveram um impacto direto e relevante na qualidade de crédito, o que resultou em uma ação ou um ajuste de Perspectiva ou de Credit Watch – 80% dos quais em uma direção negativa. A maior parte destas classificações aconteceram nos setores de refino de petróleo e de serviços de utilidade pública regulados, além dos sub-setores de energia e gás do mercado livre.

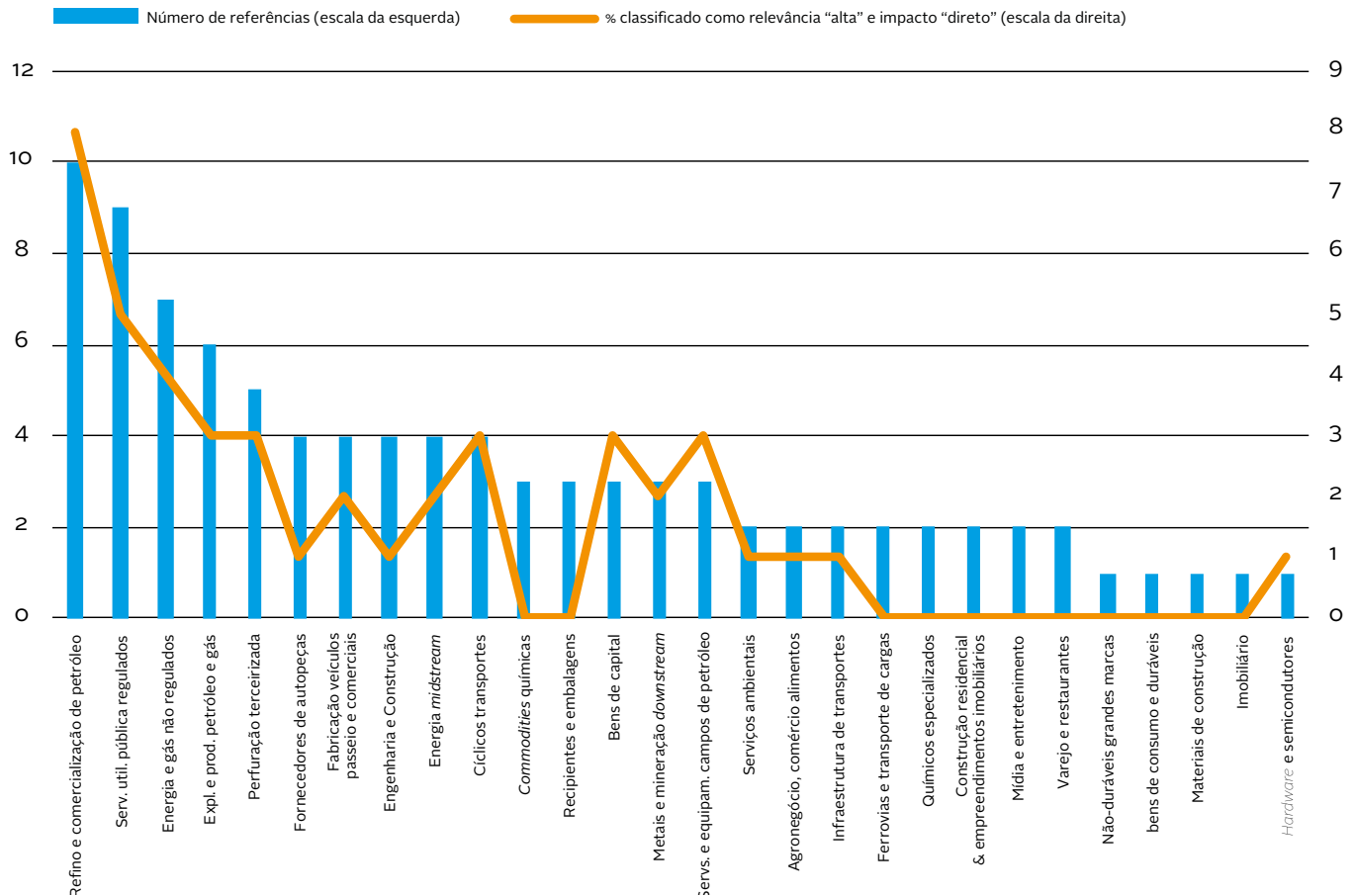
Por fim, as duas CRAs já publicaram artigos descrevendo suas abordagens para o ASG em suas classificações de risco, além de pesquisas adicionais e estudos de caso.

<sup>6</sup> Esta data marca o lançamento da metodologia atualizada de classificação de risco corporativo da S&P Global Ratings, com uma maior transparência nos processos de classificação.

**Ações de classificação relacionadas ao risco ambiental e climático. Fonte: S&P Global Ratings (2015)**



**Número de referências ambientais e climáticas nos Key Credit Article Factors e seu impacto e relevância por setor. Fonte: S&P Global Ratings (2015)**



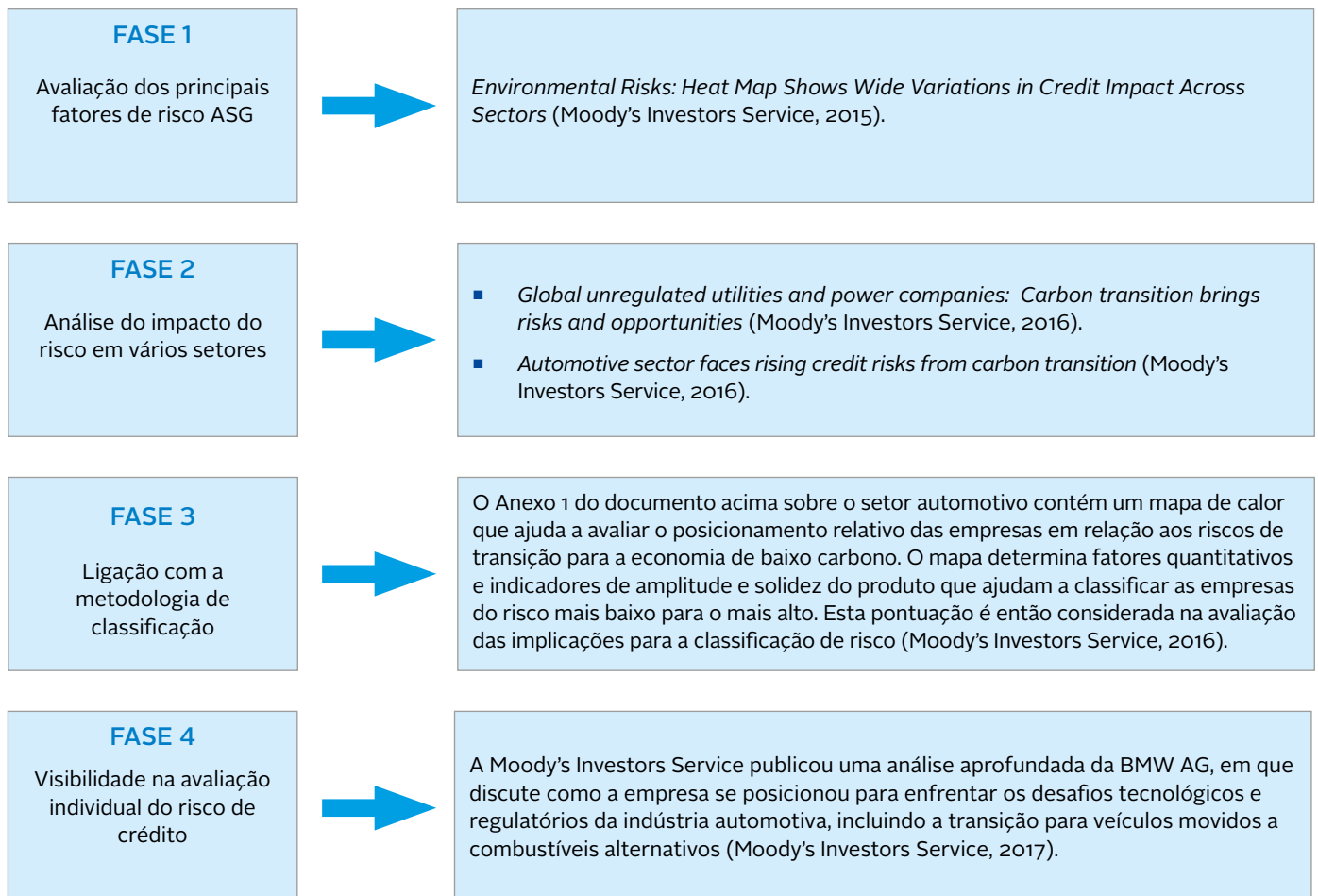
Mesmo as CRAs mais jovens – incluindo a Liberum Ratings, a RAM Ratings e a Scope Ratings – estão começando a avançar. Por exemplo, a RAM Ratings publicou seu primeiro artigo, *Primer on ESG in credit ratings*, em setembro de 2016 e no geral demonstra seu forte comprometimento com a incorporação de fatores ASG conforme a empresa cresce e pode disponibilizar recursos adicionais.

**Incorporação sistemática de aspectos ASG:** É mais difícil demonstrar que os fatores ASG são sistematicamente incluídos nas avaliações para classificação de risco. Como já mencionado, esta dificuldade se deve à escolha dos fatores que as CRAs

consideram relevantes em sua análise de risco. Uma abordagem adotada pela Moody's Investors Service é destacada na caixa abaixo. Não é uma regra, pelo contrário, é um exemplo de abordagem *top-down* para a integração sistemática e para a divulgação.

É importante salientar também que esta abordagem foi implementada em estágios ao longo de muitos anos: um mapa de calor dos riscos ambientais por setor foi seguido de uma análise setorial mais detalhada, e depois alguns riscos foram explicitamente incluídos na avaliação da classificação dos emissores e nos respectivos comunicados.

**Exemplo de uma abordagem *top-down* possível para a integração ASG, implementada pela Moody's Investors Service**



Os comentários de outra CRA também destacam a forma como os aspectos ASG são considerados em vários estágios da metodologia de classificação:

“Os fatores ASG são analisados em vários pontos da metodologia de classificação. A incidência de riscos ambientais e sociais é mais comumente analisada no perfil de risco de negócio, por exemplo, riscos do país relacionados a cadeias de suprimento e riscos de reputação que podem surgir para um emissor classificado se fatos emergirem que contradigam as declarações de responsabilidade corporativa da empresa. O risco setorial e o posicionamento competitivo são a base da análise comparativa de pares sobre como os riscos setoriais são geridos pelo emissor, além de vantagens competitivas ou desvantagens causadas por decisões da administração. O processo de tomada de decisão da administração e a eficácia da supervisão pelo conselho são então analisados, utilizando o modificador de gestão e governança da nossa metodologia de classificação para garantir que tanto riscos e oportunidades ambientais e sociais quanto sua gestão e supervisão pelo conselho de administração sejam amplamente considerados” (S&P Global Ratings, Hazell, 2017).

A competitividade de um país, seu crescimento potencial, sua governança e a estabilidade política são ingredientes importantes para a prosperidade, além de serem cruciais para reduzir a vulnerabilidade a choques e aumentar a resiliência durante períodos de retração econômica. Quando ocorre, a retração pode ser mais moderada e durar menos tempo se o tecido social e institucional do país for forte.

Muitos fatores precisam ser analisados com relação a como os aspectos ASG são considerados no crédito soberano: disponibilidade e gestão de recursos (incluindo tendências populacionais, capital humano, educação e saúde), tecnologias emergentes, distribuição dos dividendos de crescimento, regulamentações e políticas governamentais. Por fim, o que importa do ponto de vista do crédito é a capacidade (e a estabilidade política) do governo de gerar receita suficiente para pagar suas obrigações financeiras — e está ficando cada vez mais evidente que os fatores ASG podem afetar tal capacidade.

Cada CRA utiliza um protocolo diferente para avaliar a dívida soberana, mas com os seguintes fatores em comum:

- Crescimento econômico (e crescimento potencial)
- Governança

## ASG NA CLASSIFICAÇÃO DE RISCO SOBERANO

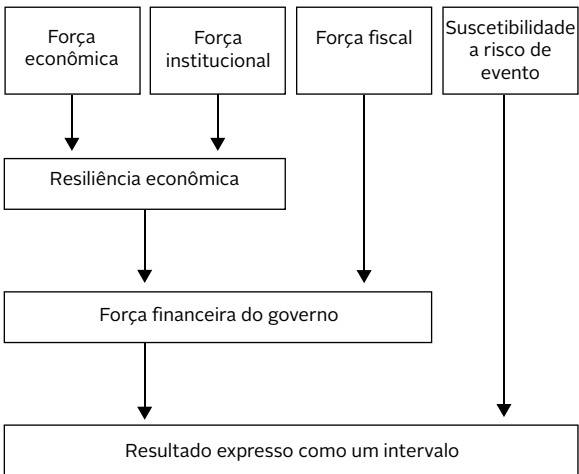
É importante reconhecer a classificação de risco da dívida soberana, pois este mercado é o maior entre os tipos de instrumentos de renda fixa. No entanto, mesmo sendo tradicionalmente considerados ativos de risco mais seguros do que os papéis do setor privado — por conta da probabilidade comparativamente menor de *default* por parte de um país soberano e da capacidade do governo de gerar receita via maior tributação — não estão imunes ao risco de crédito.

Na verdade, a parcela dos títulos públicos com classificação AAA pelas três maiores CRAs globais vem encolhendo desde a crise financeira global, pois os governos em muitas economias desenvolvidas foram forçados a socorrer bancos, e as finanças públicas foram pressionadas por um fraco crescimento econômico. Como a recuperação global é lenta e desigual, demonstrando que forças cíclicas e estruturais estão abalando os paradigmas tradicionais de crescimento, investidores e CRAs estão sendo forçados cada vez mais a avaliar os direcionadores de crescimento potencial pela lente do ASG.<sup>7</sup>

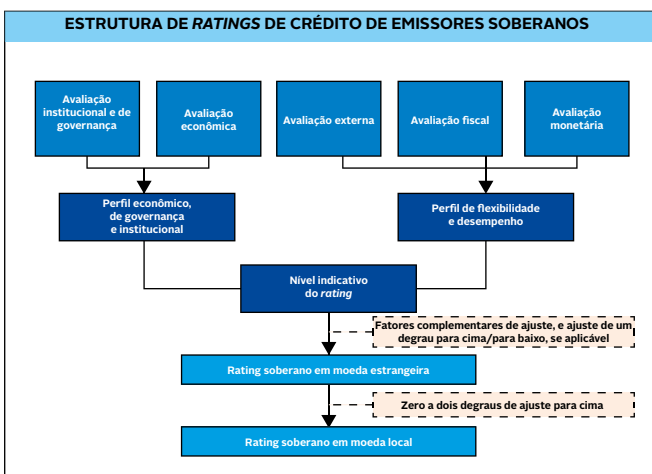
<sup>7</sup> Consulte o artigo [‘The Case for a Global Policy Upgrade’](#), de Christine Lagarde, ex-presidente do Fundo Monetário Internacional, de 12 de janeiro de 2016

Exemplos de protocolos das CRAs para a avaliação da dívida soberana

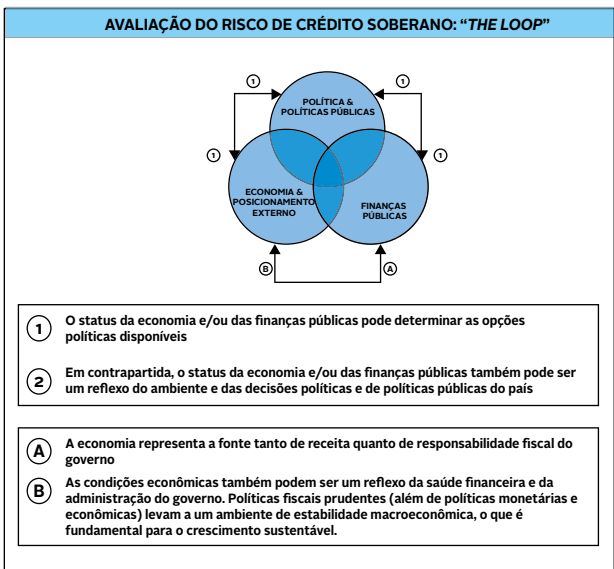
**Moody's Investors Service**



**S&P Global Ratings**



**RAM Ratings**



**Scope Ratings AG**



A conexão entre a classificação de risco soberano e a governança é relativamente direta e intuitiva, mas os canais através dos quais os fatores ambientais e sociais afetam o crescimento econômico no longo prazo são menos óbvios.

“Cerca de 30% dos *defaults* soberanos no passado estavam diretamente relacionados a fraquezas institucionais e políticas que iam desde instabilidade política até má gestão do orçamento, problemas de governança ou a não disposição política de pagar a dívida” (Moody’s Investors Service, 2016).

#### Exemplo de métricas quantitativas para capturar a solidez institucional e a governança (Moody’s Investors Service, 2016)

Fatores amplos de classificação	Sub-fator de classificação	Peso do sub-fator (em direção ao Fator)	Indicadores do Sub-fator	Peso do indicador (em direção ao Sub-fator)
<b>Fator 2: Solidez institucional</b>	Estrutura e eficácia institucional	75%	Worldwide Government Effectiveness Index	50%
			Worldwide Rule of Law Index	25%
			Worldwide Control of Corruption Index	25%
	Credibilidade e eficácia política	25%	Inflação t-4 a t+5	50%
			Inflação t-9 a t	50%
	Ajustes na pontuação do Fator	0=6 máx pontos	Histórico de <i>default</i>	0=3 pontos
			Outros	0=6 pontos

“Em geral, 25% da classificação soberana se refere à eficácia institucional e aos padrões de governança, e não somente para mercados emergentes. Foram estes fatores de governança os direcionadores do rebaixamento na classificação de EUA e Reino Unido” (S&P Global Ratings, Kraemer, 2017).

O consenso é grande sobre o motivo pelo qual o crescimento econômico é importante para a classificação de risco soberano, mas as CRAs precisam prestar mais atenção à necessidade de explorar os canais ambientais e sociais através dos quais o crescimento pode ser comprometido nesse momento de importantes mudanças (incluindo tendências demográficas, tecnológicas e ambientais).

“O histórico do *defaults* soberanos sugere que uma economia próspera, diversificada, resiliente, orientada para o mercado e adaptável, com um histórico de crescimento econômico continuado, permite que o país tenha uma forte base de receita, amplia sua flexibilidade fiscal e de política monetária e, por fim, aumenta sua capacidade de endividamento” (S&P Global Ratings, 2015).

“A força intrínseca da economia — foco no crescimento potencial, na diversificação, competitividade, renda nacional e escala — é importante para determinar a resiliência do país ou sua capacidade de absorver choques. A capacidade relativa do país de gerar receita e cobrir o serviço da dívida no médio prazo depende da promoção do crescimento econômico e da prosperidade” (Moody's Investors Service, 2016).

“Em suma, a economia do país representa a base de receita e as obrigações de gastos de um governo soberano. A avaliação da economia da RAM Ratings busca identificar as condições ou vulnerabilidades que podem impactar, restringir ou atrapalhar o desempenho econômico; se o país e o governo são capazes de e estão dispostos a reagir a tais restrições e/ou choques; e as implicações que tais ações podem representar para as finanças do governo” (RAM Ratings, 2012).

A S&P Global Ratings reconhece: “Mais precisamente, a pontuação econômica do país ficaria uma categoria abaixo se sua atividade econômica estivesse vulnerável devido à exposição constante a desastres naturais ou a condições climáticas adversas” (S&P Global Ratings, 2013).

Reconhecendo que o desafio é mais complicado nos riscos ambientais e no impacto sobre a classificação, a CRA publicou o documento *Storm Alert: Natural Disasters Can Damage Sovereign Creditworthiness* em uma tentativa de deixar mais transparente quais classificações de risco de países estiveram mais em risco devido a fatores relacionados ao clima (S&P Global Ratings, 2015).

Sobre os fatores sociais, a S&P Global Ratings destaca: “Em nossas metodologias de classificação, fazemos um ajuste se percebemos que há necessidades básicas que não estão sendo atendidas — é um ajuste explícito ao desempenho fiscal que podemos aplicar e de fato aplicamos quando necessário” (S&P Global Ratings, Kraemer, 2017).

## DESTAQUE PARA AS CRAS CHINESAS

O grupo das CRAs chinesas que apoiam a PRI Credit Ratings Initiative merecem uma menção especial, pois geralmente consideram os fatores ASG a partir da perspectiva dos títulos verdes e não do risco de crédito. As avaliações de títulos verdes analisam a governança e a transparência do emissor e medem o impacto ambiental do projeto que o título deve financiar.

As emissões de títulos verdes na China são promissoras, respondendo por 39% das emissões globais em 2016 e por cerca de 30% do valor em circulação, conforme apontou a [Climate Bond Initiative](#) (2016). A China, como país soberano, vem demonstrando um importante compromisso com as iniciativas verdes, movimento que foi impulsionado quando o país assumiu a presidência do G20 e que foi orientado pela necessidade de tratar da poluição do ar, da desertificação de terras de cultivo e de outras questões relacionadas à água que acompanharam o rápido crescimento econômico do país nas três últimas décadas.

O foco nos títulos verdes, mesmo que não diretamente na integração ASG, tem um papel importante na conscientização sobre fatores ambientais e sobre as técnicas e qualificações necessárias para acessá-los. Todas as CRAs que participaram do relatório do PRI dizem que tempo e esforço são necessários para ampliar o conhecimento e a capacidade analítica de sua força de trabalho. O foco na avaliação de títulos verdes pode ser uma boa base para o desenvolvimento de um processo de avaliação ASG mais completo e integrado para a análise do risco de crédito.

---

## LIÇÕES DAS PESQUISAS EXISTENTES

Pesquisas acadêmicas e de mercado sobre fatores ASG e solvência já existem, mas são limitadas e ficam atrás das pesquisas que exploram as conexões entre os fatores ASG e a renda variável. Este relatório não traz uma metanálise, mas explora os principais pontos de publicações disponíveis (consulte o [Anexo 3](#)):

- Pesquisas acadêmicas e de mercado sustentam a percepção de que há uma ligação clara entre fatores ASG e o risco de crédito do tomador.
- A maior parte das pesquisas acadêmicas se baseia em classificações de risco para mensurar o risco de crédito, e poucos artigos utilizam medidas alternativas. Esta é uma limitação — como a classificação de risco é uma opinião sobre a probabilidade relativa de *default* do emissor, é difícil testar de forma quantitativa se os fatores ASG foram incluídos na classificação.
- A pesquisa baseada nos *spreads* de *credit default swaps* (CDS) como uma medida do risco de crédito ainda é emergente. Os artigos disponíveis demonstram que os *spreads* de CDS são maiores para as empresas que têm notas relativamente ruins em ASG.
- A observação empírica dos *defaults*, em particular de empresas com grau de investimento, mostra que a governança está mais claramente relacionada a deficiências corporativas, ao passo em que os fatores ambientais e sociais são mais difíceis de capturar ou não são tão bem compreendidos.
- A pesquisa acadêmica que explora a relação entre os fatores ASG e a solvência soberana tem menos apoio. Mesmo assim, há muitas evidências de que os fatores ASG impactam as variáveis macroeconômicas e o potencial de crescimento, que são importantes para o risco de crédito soberano.



# DESCONEXÕES ENTRE INVESTIDORES E CRAS

No curso desta iniciativa e na comparação do *feedback* de investidores de CRAs, vários temas emergiram, assim como desconexões entre as expectativas de alguns investidores e CRAs, conforme resumido na tabela abaixo.

Área	Posicionamento das CRAs	Posicionamento dos investidores	Possível conciliação
Visibilidade dos riscos ASG	<p><b>Os horizontes de tempo utilizados são considerados apropriados</b> desde que sejam plausíveis.</p> <p>As agências expressam seus horizontes de classificação de maneira diferente. De modo geral, variam de três a cinco anos para corporativos com grau de investimento (ou mais); são mais curtos para corporativos <i>high yield</i> (geralmente dois anos ou menos) e mais longos para classificações soberanas (geralmente cerca de 10 anos).</p>	<p><b>Horizontes de tempo alinhados aos objetivos de investimento.</b> Podem variar muito entre proprietários e gestores de ativos.</p> <p>Enquanto os passivos dos proprietários de ativos são de longo prazo (décadas), o período analítico dos gestores de ativos é mais alinhado ao horizonte de <i>trading</i>, com foco no desempenho trimestral ou anual.</p>	<p><b>As CRAs</b> poderiam ser mais transparentes acerca do horizonte de tempo que acreditam ser apropriado.</p> <p><b>Os investidores</b> poderiam reconhecer, enquanto seguem em direção ao futuro, que a visibilidade marginal dos riscos está diminuindo. Também poderiam pensar em como conciliar internamente os horizontes de tempo desalinhados entre analistas ASG que podem ter um foco em um prazo mais longo do que os analistas de crédito e gestores de carteira internos.</p>
Relevância dos fatores ASG	<p><b>Foco nos fatores relevantes para o risco de crédito</b>, ou seja, a probabilidade relativa de <i>default</i> de um emissor ou uma emissão (pode incluir a estimativa de prejuízo financeiro em caso de <i>default</i>).</p>	<p><b>Foco nos fatores relevantes para o risco geral de investimento</b> que pode afetar o desempenho financeiro de um emissor ou de uma emissão (inclusive o risco de crédito).</p>	<p><b>As CRAs</b> poderiam fazer mais análises de cenários (por exemplo, premissas diferentes para mudanças climáticas) e demonstrar como a capacidade maior de pesquisa e a melhor competência em ASG estão alterando as decisões de classificação.</p> <p><b>Os investidores</b> poderiam complementar a análise do risco de crédito com ferramentas ASG que não sejam de classificação para avaliar os riscos que podem afetar o <i>yield</i> e a volatilidade do preço de um título.</p>
Transparência	<p><b>Não enxergam o ASG como uma categoria de fator de risco à parte</b> quando fazem a avaliação de solvência.</p> <p>Quanto mais estabelecida é a incorporação sistemática destes riscos no processo de avaliação das CRAs (ao invés da adição de um pilar ASG separado), maior é o desafio de demonstrar tal integração.</p>	<p><b>Tratar o ASG à parte ajuda os investidores a prestar contas para os clientes.</b></p> <p>Alguns investidores solicitam que as CRAs coloquem pesos específicos para os fatores A, S e G em suas metodologias.</p> <p>Insistem que as CRAs sejam mais transparentes e façam uma divulgação específica dos fatores ASG para evitar dupla contagem.</p>	<p><b>As CRAs</b> precisam se esforçar mais no quesito da comunicação para demonstrar como chegam às conclusões de classificação. Poderiam utilizar uma linguagem mais consistente, destacando os fatores de risco ASG em seus comentários de classificação, principalmente quando estes fatores forem possíveis gatilhos para rebaixamento/elevação.</p> <p><b>Os investidores</b> poderiam introduzir uma colaboração mais sistemática entre analistas ASG e analistas de crédito/gestores de carteira.</p>
Disponibilidade de dados e competência	<p><b>Analisar a possibilidade de implementar métricas adicionais para a pontuação do risco ASG.</b></p> <p>A capacidade das CRAs de realizar uma análise robusta para a integração ASG também depende da disponibilidade e da qualidade dos dados (o que poderia explicar porque os esforços mais visíveis se concentram na esfera ambiental).</p>	<p><b>Alguns investidores já produzem pontuações ASG proprietárias e realizam pesquisa internamente.</b></p> <p>No entanto, muitos ainda mencionam a falta de cobertura de dados de qualidade, padronização e, quando muitos dados estão disponíveis, dizem não ter certeza sobre quais métricas utilizar.</p>	<p><b>Tanto as CRAs quanto os investidores</b> estão aprofundando seu conhecimento e expertise sobre riscos ASG. Analistas de pesquisa/crédito e gestores de carteira se beneficiariam de treinamento sistemático em ASG, e os analistas ASG, de treinamento em risco de crédito.</p> <p>Com a ampliação da competência nas áreas ASG, estes profissionais poderiam realizar um engajamento melhor com os emissores sobre transparência em ASG, fazendo perguntas mais abrangentes.</p>

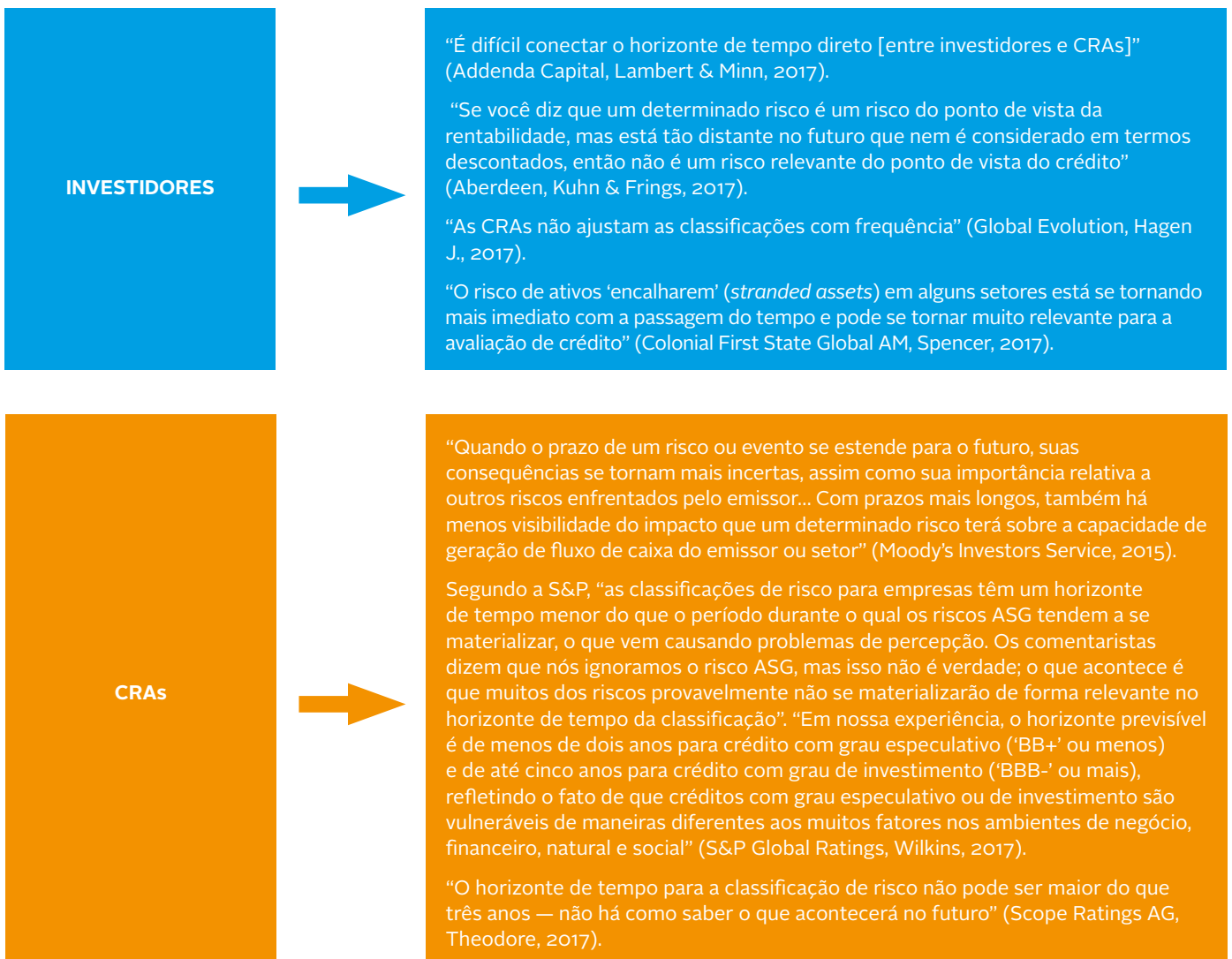
## VISIBILIDADE DOS RISCOS ASG NA ANÁLISE DO RISCO DE CRÉDITO

Esta é uma das áreas em que as visões tendem a ser mais divergentes entre investidores e CRAs em termos de como alcançar uma maior transparência e a integração sistemática dos fatores ASG.

- **Investidores e CRAs têm dificuldade em concordar sobre qual é o horizonte de tempo “razoável” a ser considerado.** Os investidores tendem a alinhar seus horizontes de tempo com seus objetivos de investimento:

alguns compram papéis de longo prazo e os mantêm até o vencimento (por exemplo, para gestão de ativos e passivos); outros realizam transações com maior frequência. No primeiro caso, a classificação de longo prazo da CRA pode não ser prospectiva o suficiente, ao passo em que no segundo caso o prazo pode ser muito longo. Por outro lado, as CRAs dizem que são o mais prospectivas possível, com um grau de plausibilidade.

- **As opiniões sobre visibilidade são variadas.** Quando se trata da visibilidade dos riscos, alguns investidores solicitam que as CRAs ampliem o espectro dos fatores ASG que consideram em sua avaliação de risco, enquanto outros pedem que as CRAs sejam mais prospectivas.



A Moody's Investors Service resume o problema da seguinte maneira: "A visibilidade futura para alguns riscos é maior do que para outros. Os emissores corporativos geralmente divulgam o vencimento de suas obrigações e linhas de liquidez de curto e médio prazos. Para outros riscos, inclusive se e com que velocidade tecnologias disruptivas serão desenvolvidas, ou se uma fusão transformativa ou outro evento ocorrerá, a divulgação e a visibilidade são muito menores. A previsibilidade do desempenho financeiro para a maior parte dos emissores diminui consideravelmente após alguns anos, o que complica ainda mais a tentativa de avaliar como um risco de longo prazo afetará a alavancagem e o fluxo de caixa do emissor" (Moody's Investors Service, 2015).

resultado de mudanças legislativas (possivelmente levando o emissor a perder participação no mercado durante a fase de transição). As possíveis consequências de se subestimar estes riscos vão além das penalidades financeiras e incluem o risco de reputação, que pode ser duradouro mesmo quando medidas de contenção de danos são implementadas imediatamente.

## RELEVÂNCIA DOS FATORES ASG PARA O RISCO DE CRÉDITO

Muitos investidores acreditam que as CRAs deveriam adotar uma abordagem mais proativa para destacar os aspectos ASG em suas análises. No entanto, os investidores não solicitam que as CRAs alertem com antecedência sobre *defaults* futuros e eventos de "*black swan*", e reconhecem que uma avaliação dos fatores ASG não elimina o risco de crédito nem as surpresas. Neste último caso, os mercados financeiros podem inclusive ter uma vantagem, pois podem precificar informações inesperadas quase que instantaneamente, ao contrário das CRAs, que precisam seguir procedimentos internos antes de ajustar uma perspectiva ou classificação. Mesmo assim, as CRAs podem ter acesso a informações relevantes não disponíveis para o público, o que as coloca em uma posição relativamente melhor para avaliar os riscos.

No geral, parece haver demanda por parte de alguns investidores para que os riscos ASG enfrentados pelo emissor sejam discutidos publicamente, independentemente de serem ou não relevantes para a solvência. Porém, o fato de parecer irrelevante para o risco de crédito, por si só, não significa que um fator ASG não será relevante no futuro. Por exemplo, uma empresa pode cobrir os custos de um acidente ambiental com facilidade, mas se a frequência de acidentes começar a aumentar (e todo o resto permanecer igual), sua força financeira pode deteriorar. Da mesma forma, quando consideramos o custo das multas que uma empresa que polui demais pode enfrentar, os analistas de crédito também devem levar em consideração a possibilidade de que estas multas poderiam aumentar no futuro, que a carga tributária pode aumentar, ou que um novo Capex pode ser necessário como

## INVESTIDORES



“As classificações determinam pesos para os vários indicadores que refletem a solvência — pesos que são determinados de forma arbitrária e não são baseados em evidências” (Global Evolution, Hagen J., 2017).

“As CRAs podem não estar observando com amplitude suficiente e podem deixar passar riscos importantes” (Legal & General, Ogden, 2017).

“Não concordo totalmente com a afirmação de que as CRAs vêm incorporando critérios ASG em sua metodologia de forma sistemática. Há espaço para capturar melhor os riscos ASG indiretos, incorporados, que são relacionados à cadeia de valor/suprimento... tais riscos parecem estar aumentando, então podem ser mais relevantes para o investimento no futuro do que foram no passado” (BlueBay AM, Ngo, 2017).

## CRAs



“Os aspectos ASG raramente são o principal direcionador dos resultados de crédito. Fatores mais amplos de classificação — notadamente a força financeira do emissor de dívida — constituirão uma parte mais importante da nossa avaliação de crédito. E mesmo quando os riscos ASG tiverem implicações relevantes, o impacto sobre o crédito poderá ser mitigado por outros aspectos. Além disso, o impacto dos riscos ASG nem sempre é claro em termos de relevância, escala e prazo. Com frequência, os emissores têm bastante flexibilidade operacional e financeira e um histórico de ajuste para riscos ASG emergentes sem que se tornem relevantes para a qualidade de crédito... os aspectos ASG são fatores explicitamente pontuados em algumas de nossas metodologias de classificação. Nestes casos, consideramos os riscos ASG como relevantes para todo o setor e que justificam a menção explícita na metodologia relacionada, seja na forma de ajustes qualitativos nas pontuações de classificação da tabela de referência da metodologia, ou um fator explícito dentro dos fatores da tabela de referência” (Moody’s Investors Service, 2015).

Há uma “percepção externa de que todos os riscos ASG visíveis identificados terão um impacto direto na classificação. As deliberações para a classificação, que são guiadas pelas nossas metodologias, em última instância colocam um peso maior nos fatores mais significativos e que têm implicações de longo prazo para a entidade ou o emissor classificado. Também pode haver casos em que os riscos ASG são visíveis, mas não têm um impacto imediato. Há muitos elementos a ser considerados no resultado de qualquer classificação, após a devida consideração do prazo e da magnitude destes riscos” (RAM Ratings, Dass, 2017).

## O FATOR “E” VEM GANHANDO FORÇA

Investidores e CRAs concordam que a governança tem um papel crucial na avaliação da solvência. Não surpreende, uma vez que uma governança fraca tende a causar maior perturbação do que, por exemplo, acidentes ambientais ou outros relacionados a fatores sociais (para os quais o emissor pode estar segurado). Mesmo quando Honduras foi atingida pelo furacão Mitch, o que teve um forte impacto na infraestrutura e na economia do país — além de consequências sociais devastadoras — não houve *default* soberano.

Além disso, a governança é diretamente aplicável a todos os emissores, ao passo em que os riscos ambientais e sociais (e portanto a probabilidade de sua materialização e frequência) podem variar dependendo do setor do emissor, sua localização e a diversificação de sua indústria dentro do país. No entanto, o seguro não é desculpa para a complacência: se os incidentes relacionados ao clima aumentarem, por exemplo, os prêmios de seguro podem se tornar caros demais, resultando em seguro com valor inferior ao real (*underinsurance*), o que poderia impactar a classificação de risco do emissor.



No entanto, além da governança, o foco no impacto dos riscos ambientais tem crescido nos últimos anos, talvez porque sejam mais quantificáveis e tenham maior repercussão pública — por isso as pesquisas nesse campo e as métricas para capturar estes riscos têm se proliferado. Também chamam a atenção o progresso nas políticas, o impacto mais tangível das mudanças climáticas e a transformação significativa pela qual o mercado vem passando para reduzir as emissões de gases de efeito estufa.

O Acordo de Paris COP21 — e a recente saída dos EUA do acordo — também renovou o foco nos fatores ambientais. Certos riscos relacionados ao clima podem diminuir ou aumentar, dependendo de como a legislação e as políticas são implementadas pelos países para atender suas Contribuições Nacionalmente Determinadas para reduzir as emissões de gases de efeito estufa. Ainda é um desafio para as CRAs avaliarem o impacto sobre cada empresa antes de as políticas serem anunciadas, e para os emissores ajustarem suas estratégias

em um cenário que está em mudança. Mesmo assim, está crescendo a percepção de que os riscos ambientais não podem mais ser ignorados.

O ritmo com que a dinâmica de mercado está impulsionando a transição para a economia de baixo carbono está acelerando, em parte porque os ganhos de escala vêm reduzindo o custo da energia renovável. No entanto, em um cenário onde esta transição ocorre tardia e abruptamente, a precificação pode acontecer de maneira repentina para ativos intensivos em carbono — ativos financiados em grande parte por dívida e que podem “encalhar” rapidamente (ou seja, tornar-se inutilizáveis) —, resultando em um salto nos custos e em um impacto para a solvência do emissor.

## COMUNICAÇÃO E TRANSPARÊNCIA

Muitas das barreiras para a incorporação sistemática e transparente dos fatores ASG na classificação e análise de risco podem ser atribuídas a como as informações relacionadas ao risco de crédito são transmitidas.

A transparência acerca do protocolo para avaliação de crédito já aumentou significativamente, as metodologias e os critérios de classificação das CRAs são abrangentes e, em muitas jurisdições onde as CRAs estão registradas e são reguladas, as metodologias e os critérios são publicados e estão disponíveis para o público.

No entanto, ampliar a transparência na classificação em si parece ser um desafio maior, uma vez que a análise da CRA é um mix de indicadores qualitativos e quantitativos e não o produto de um modelo de planilha ou um fluxograma. As CRAs têm mais dificuldade em comunicar os detalhes de uma abordagem ASG totalmente integrada do que quando trabalham com o ASG de maneira isolada (ou seja, métricas ASG que não entram na classificação). Mesmo assim, muitos investidores argumentam que as CRAs poderiam fazer mais nessa área e acreditam que fazer uma menção especial aos fatores ASG nas avaliações de classificação de risco ajudará os participantes do mercado a dar mais importância a eles. Outros demandam evidências de que as CRAs consideraram os fatores ASG, ou desejam uma verificação mais aprofundada pelas CRAs para evitar a dupla contagem ao realizar sua própria avaliação de risco.

“É importante — dado o papel crucial das CRAs no mercado e seu relacionamento com os emissores em particular — que as CRAs usem sua influência para ampliar a conscientização sobre os fatores ASG. Por isso é tão importante que melhorem a comunicação explícita nas análises” (BlueBay AM, Ngo, 2017).

A Aberdeen, em seu braço investidor, produz uma pontuação ASG em separado, além de integrar sua pesquisa ASG à análise de crédito. “Nossa pontuação ASG é como mostramos aos nossos clientes que estamos fazendo nosso trabalho — de fato não precisamos da pontuação ASG, pois já faz parte da classificação, mas se já está incluída na classificação, fica muito difícil provar que fizemos o trabalho em ASG” (Aberdeen, Kuhn & Frings, 2017).

# POTENCIAL DE IMPACTO

Devido ao seu papel exclusivo nos mercados de renda fixa, as CRAs são essenciais na promoção de uma maior integração ASG na análise do risco de crédito. Isso se deve ao fato de que as classificações:

- Servem a uma vasta gama de aplicações;
- Cobrem a maior parte dos instrumentos de renda fixa;
- São utilizadas por muitos *stakeholders*; e
- São monitoradas de perto pelos participantes do mercado.

## GAMA DE APLICAÇÕES

Tradicionalmente, as informações das classificações de risco ajudam os participantes do mercado a precificar, negociar e avaliar o risco de crédito dos títulos de renda fixa, e determinar se tais riscos são adequados para investidores, fiduciários e suas instituições.

A combinação de pesquisa, análise e julgamento dos investidores determina se o investimento em um título é adequado com base em vários fatores, entre os quais pode ser incluída a classificação de risco. Outros fatores podem incluir indicadores proprietários, recomendações de analistas de valores mobiliários, auditores e advogados corporativos. Estes últimos têm particular importância para os títulos de renda fixa que não têm classificação.

Dito isto, a classificação de risco desempenha um papel relevante na avaliação do risco de crédito de uma emissão/um emissor de títulos e também é utilizada para definir e/ou limitar os mandatos de investimento. Muitos investidores em grau de investimento têm capacidade limitada ou nenhuma capacidade para investir em crédito com grau especulativo *high yield* (HY), por exemplo. As classificações são utilizadas pelos participantes do mercado para muitas outras aplicações, tais como a elegibilidade da garantia ou do suporte de crédito ("*credit enhancement*") em operações estruturadas, conforme ilustrado na tabela abaixo.

Utilização das classificações pelos participantes do mercado. Fonte: Comissão Europeia

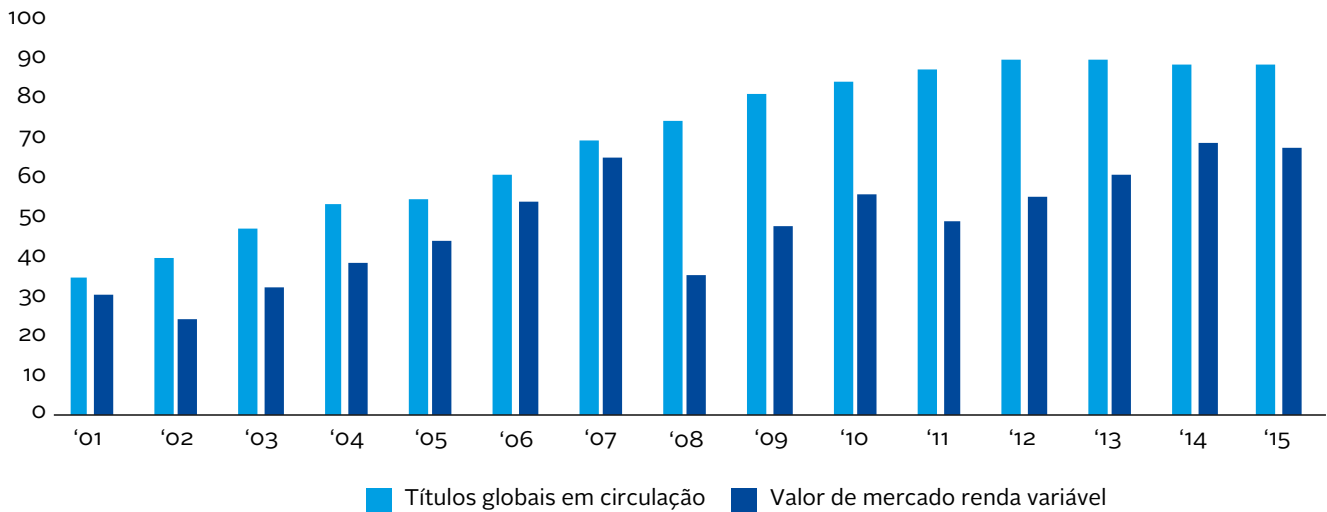
		Instituições de Crédito/Bancos	Gestoras de ativos/Fundos de investimento/Fundos de hedge	Seguradoras/Resseguradoras	Fundos de pensão	Empresas não financeiras	Contrapartes Centrais	Bancos Centrais	Governo (federal/subnacional)
Atividades de empréstimo	Acessar financiamento (demonstrando solvência)	✓		✓	✓	✓			✓
	Tomar decisões de investimento (avaliar a solvência)	✓	✓	✓	✓	✓			✓
	Oferecer crédito comercial					✓			
	Suporte de crédito/operações estruturadas	✓	✓	✓	✓				
	Monitorar e administrar o risco de crédito	✓	✓	✓	✓				
	Divulgação e comunicação sobre o risco da carteira	✓	✓	✓	✓				
	Definir o universo de investimento		✓	✓	✓				
Protocolos para garantias	Valor e elegibilidade da garantia	✓	✓	✓			✓	✓	
	Deságio						✓	✓	
Contratual (proteção do investidor)	Mandatos/diretrizes de investimento	✓	✓	✓	✓				
	Arranjos de resseguro								
	Contratos de empréstimo, garantias, letras de crédito	✓				✓			
	Contratos de garantia de derivativos/derivativos de balcão	✓		✓			✓		
	Prospectos (títulos, fundos)	✓	✓		✓	✓			✓
	Classificação do fundo		✓						
	Contratos de garantia (transações de recompra e swap)	✓		✓			✓		
Regulatória	Monitoramento de risco sistêmico/ testes de estresse	✓		✓				✓	
	Determinação do patrimônio de referência	✓		✓			✓	✓	
	Determinação da exposição à securitização	✓		✓				✓	
	Liquidez	✓		✓	✓				

Utilização mais comum das classificações externas.

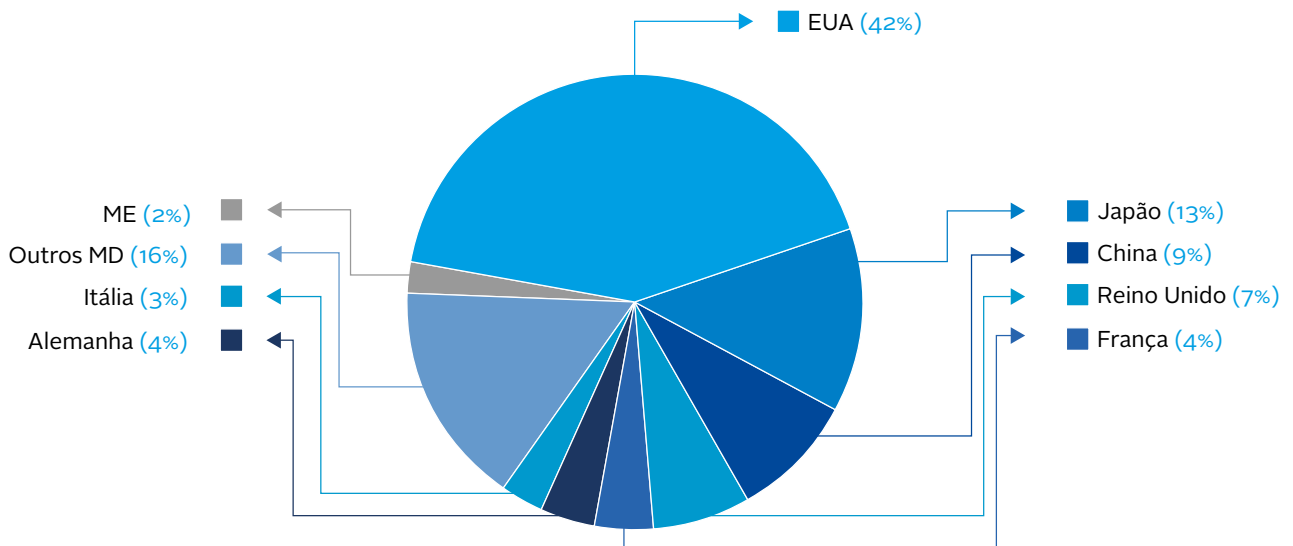
## A MAIOR PARTE DOS INSTRUMENTOS DE RENDA FIXA TEM COBERTURA

A influência das CRAs é melhor compreendida quando consideramos o universo de instrumentos de renda fixa que possuem classificação de risco. Com USD 87,7 trilhões, os mercados de dívida são consideravelmente maiores do que o mercado global de renda variável listada em bolsa (USD 67,1 trilhões em valor de mercado) (SIFMA, 2016). Nem todos têm classificação de risco, mas 96,5% dos 2,3 milhões de títulos em circulação no final de 2015 nos EUA (que é de longe o maior mercado de títulos de dívida do mundo) foram classificados pelas três maiores agências (SEC, 2016). Sua participação na UE também é grande — 93% (ESMA, 2016).

**Títulos em circulação no mercado global de títulos de dívida e valor de mercado da renda variável (USD trilhões).**  
Fonte: SIFMA



**Títulos globais de dívida em circulação por país (USD trilhões, 2015).** Fonte: SIFMA

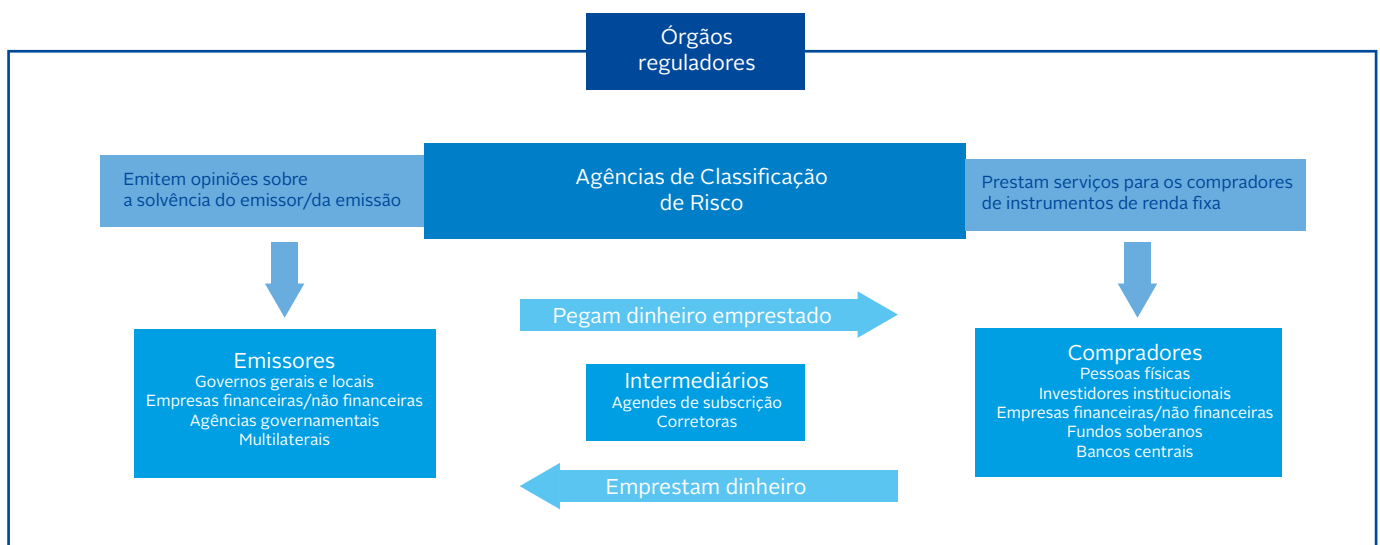




## VARIEDADE DE STAKEHOLDERS ENVOLVIDOS

O conjunto dos participantes do mercado que utilizam classificações de risco é grande: os emissores de títulos querem que sua solvência seja classificada por CRAs quando vão ao mercado para captar recursos; os investidores em títulos (incluindo bancos centrais) utilizam as classificações como opiniões de terceiros para tomar decisões mais fundamentadas

sobre seus investimentos ou quando estão vinculados a um mandato de investimento. É frequente que os usuários das classificações de risco sejam, simultaneamente, emissores e compradores de títulos, o que reflete seu papel duplo nos mercados de renda fixa (consulte o diagrama abaixo).



## MONITORADAS DE PERTO

A reação do mercado às mudanças na classificação pode ser forte, principalmente nos casos de rebaixamento e em tempos de crise — tanto para gestores ativos quanto passivos (Grothe, 2013). A precisão da análise das CRAs e a confiança do investidor em suas classificações é, portanto, crucial para o funcionamento do mercado de títulos e para a estabilidade financeira.

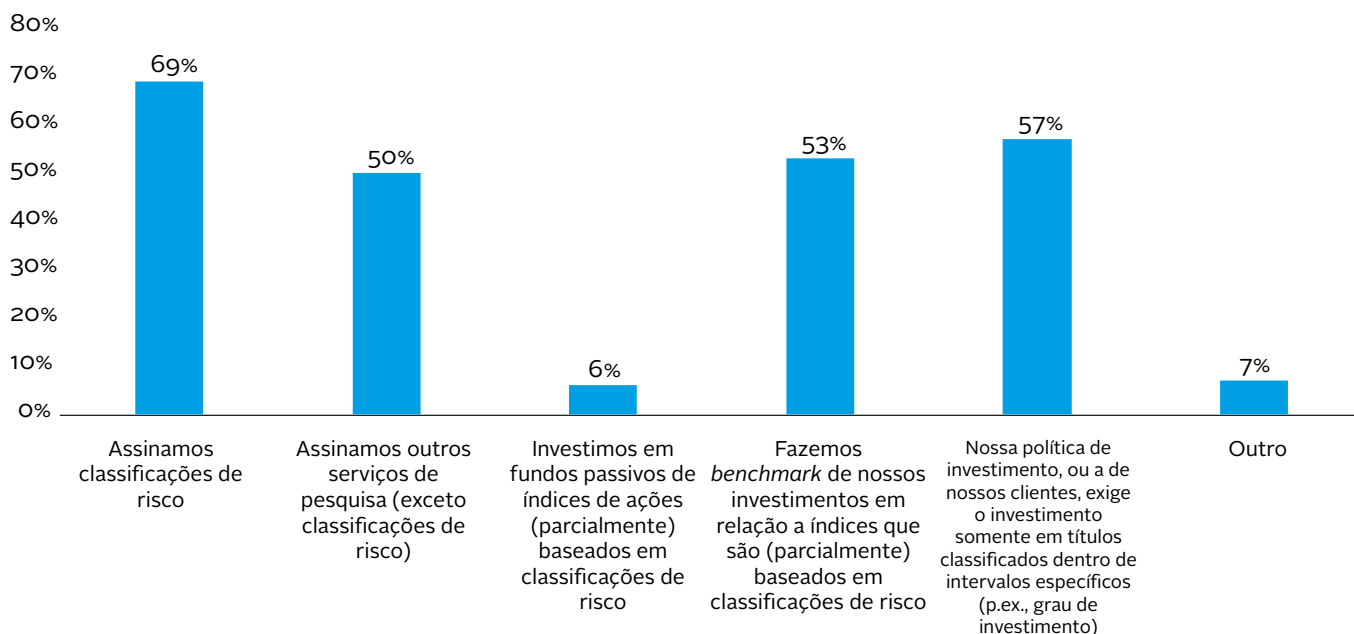
O papel das CRAs tem se tornado ainda mais proeminente nos últimos anos, devido aos seguintes fatores:

- Reformas relacionadas a crédito e liquidez provocadas pela crise financeira (por exemplo, a Lei Dodd-Frank de 2010 nos EUA e o marco regulatório de 2911 na UE). Estas reformas resultaram na exigência de que os investidores mantenham mais ativos de renda fixa como capital, ou a mesma proporção, mas com melhor “qualidade” de classificação, mesmo quando houver pressão regulatória ativa para reduzir a dependência de classificação pelos gestores de ativos na avaliação de risco.
- Flexibilização quantitativa em muitas economias avançadas, com os bancos centrais utilizando as classificações de risco para avaliar a elegibilidade da garantia para realizar operações de política monetária.

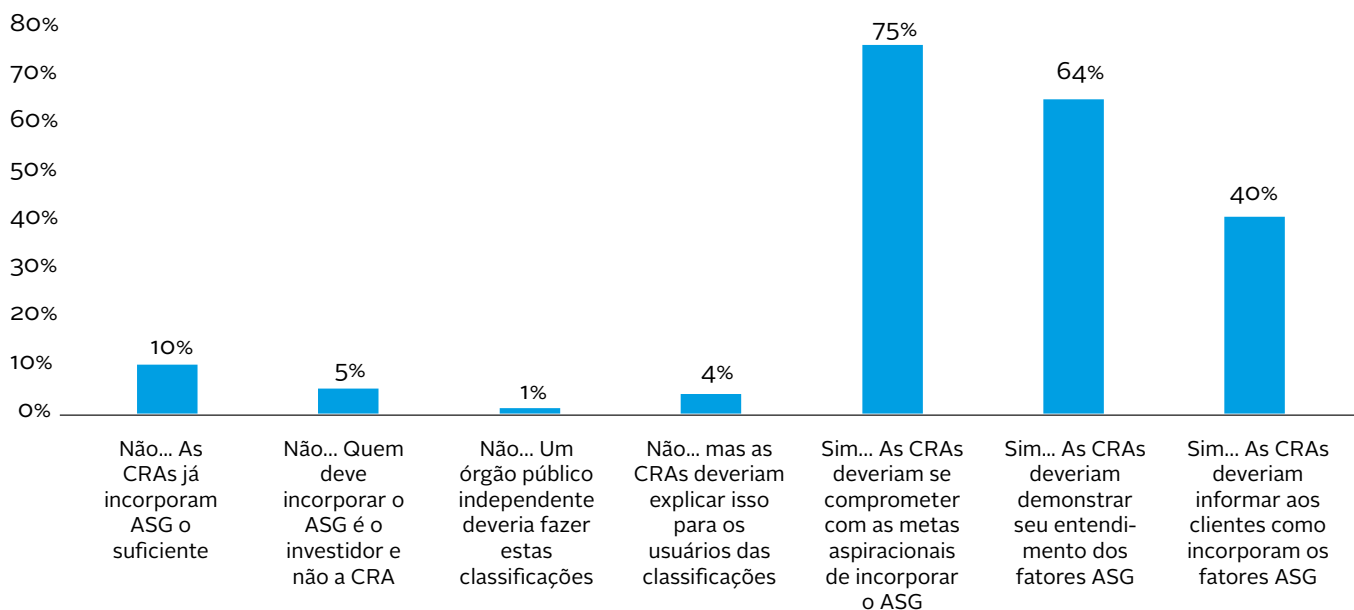
- O aumento repentino nos ETFs de títulos e estratégias passivas de investimento em títulos (ponderadas pelo mercado e alternativas), que formam uma parcela significativa do universo de investimento em renda fixa. Como tanto fundos de índice como ETFs utilizam índices, muitos dos quais contêm restrições de classificação de risco, uma mudança nessas classificações pode forçar investidores e ETFs a vender ou comprar de acordo com as especificações da carteira.

A pesquisa realizada com signatários pelo PRI em 2015 mostrou a amplitude da utilização da classificação de risco: a maioria dos participantes assinou serviços de CRAs. Ao mesmo tempo, a maioria também foi restringida pelas classificações de risco, seja porque os investidores utilizam índices como referência (que por sua vez podem ser parcialmente restringidos por classificações de risco), ou porque sua estratégia de investimento, ou a de seus clientes, possui limites de classificação. A maior parte dos participantes disse esperar que as CRAs demonstrem compreender os fatores ASG.

**Como sua organização (direta ou indiretamente) utiliza produtos ou serviços das CRAs? Fonte: PRI, Credit Ratings and ESG: Investor Survey Summary (2015)**



**Você acha que as CRAs devem incorporar fatores ASG em suas metodologias de classificação? Fonte: PRI, Credit Ratings and ESG: Investor Survey Summary (2015)**



## COMPREENDENDO AS CLASSIFICAÇÕES DE RISCO E O ASG

É importante compreender o que exatamente a classificação de risco mensura, mesmo que os investidores estejam familiarizados com as escalas de classificação das CRAs. Isto é fundamental, pois os riscos que afetam os instrumentos de renda fixa vão além do risco de crédito, que está associado à probabilidade de *default* do tomador. Por exemplo, incluem riscos de mercado, liquidez e de taxas de juros (que podem interagir com efeitos não-lineares).

As agências de classificação adotam várias abordagens — baseadas em definições, metodologias e horizontes de tempo — para avaliar o risco de crédito. De modo geral, o risco de crédito é o risco de que o emissor não realize o pagamento dentro do prazo prometido: depende da sua capacidade de pagar a obrigação (e, portanto, de gerar fluxo de caixa) e também de sua disposição de cumprir seus compromissos no vencimento.

As classificações são calculadas com base em vários fatores, utilizados pelas CRAs para formar uma opinião sobre a solvência geral do emissor (ou com relação a uma emissão específica). É difícil identificar e quantificar alguns destes fatores; parte deles inevitavelmente depende de alguma subjetividade no desenvolvimento da metodologia; algumas informações estão disponíveis para o público enquanto outras podem ser divulgadas somente para analistas das CRAs.

Algumas classificações podem também tentar capturar o prejuízo financeiro esperado sofrido no evento de *default*. O diagrama abaixo ilustra como o prejuízo esperado pode ser calculado (embora as metodologias possam variar, como já mencionado).<sup>8</sup> Os riscos ASG podem não só afetar a probabilidade de *default*, mas também o prejuízo financeiro estimado que o investidor pode incorrer no caso de *default*.



PD = probabilidade de *default* (do emissor/da emissão)

PDD = prejuízo devido a *default* (estimativa do prejuízo estimado em caso de *default* do emissor)

END = exposição no *default* (valor em circulação, ou exposição a um emissor no caso de *default* do emissor)

Ao avaliar o risco de crédito, as CRAs não procuram capturar o impacto ambiental da emissão/do emissor do título, nem seu impacto ético ou social. Por exemplo, não se concentram na mensuração do dano ambiental causado pelas emissões de CO<sub>2</sub> de uma empresa altamente poluidora, nem do benefício ambiental de uma empresa que evita tais emissões. Ao invés disso, quando analisam uma empresa altamente poluidora, se concentram em quaisquer impactos materiais — incluindo fatores financeiros, regulatórios e legais — que poderiam afetar o perfil de crédito da empresa. As CRAs também podem avaliar o nível e a previsibilidade da capacidade do emissor de gerar caixa futuro para honrar seus compromissos com titulares de dívida. Para tanto, também levariam em conta seus ativos e a facilidade com que o emissor os venderia para pagar suas obrigações de dívida, o que poderia ser problemático no caso de ativos “encalhados” (*stranded assets*), por exemplo.

Na análise quantitativa, as CRAs se concentram na viabilidade financeira geral do emissor, na força de seu balanço patrimonial, e em como se compara com outros emissores. Por exemplo, utilizando a análise padrão de quociente de crédito, as CRAs podem testar: como os fatores ASG afetam a capacidade do emissor de converter ativos em caixa (análise de rentabilidade e fluxo de caixa); o impacto que mudanças no *yield* — devido a um evento ASG — podem ter sobre o custo de capital, dependendo da parcela de dívida utilizada na estrutura de capital do emissor (análise do quociente de cobertura de juros e da estrutura de capital); até que ponto os custos relacionados a ASG podem prejudicar a capacidade do emissor de gerar lucro e ampliar os riscos de refinanciamento; e se a administração do emissor utiliza bem os ativos sob seu controle para gerar vendas e lucro (índices de eficiência).

<sup>8</sup> Consulte, por exemplo, a definição da Moody's Investors Service para as classificações de obrigações de longo e curto prazos ([aqui](#)). Segundo a S&P Global Ratings, as classificações de risco de emissões de longo prazo são uma avaliação do risco de default, mas podem incorporar uma avaliação da senioridade relativa ou da recuperação final no caso de default ([aqui](#)).

A análise qualitativa complementa a quantitativa, adicionando informações que os analistas reúnem de fontes que incluem entrevistas com a administração, terceiros ou a imprensa. Como muitos fatores ASG são intangíveis, esta parte da avaliação ajuda as CRAs a localizar quais empresas, apesar de um desempenho ruim de curto prazo, têm potencial para se recuperar e prosperar no longo prazo, e vice-versa.

Em última análise, as CRAs estão abordando a seguinte questão: qual é o nível de risco associado ao recebimento do pagamento total e tempestivo do principal e dos juros em uma obrigação específica de dívida, e como este risco de compara com o de todas as outras obrigações de crédito?

Quando tratamos de fatores ASG, aqueles que têm impacto sobre o risco de crédito precisam ser separados dos que podem impactar o desempenho financeiro do emissor – sem aumentar a probabilidade de *default*. Por exemplo, um furacão pode deixar uma empresa inoperante, afetar a receita temporariamente ou até mesmo aumentá-la se novos investimentos substituírem bens de capital ultrapassados. As consequências dependem da força financeira do tomador, de sua capacidade de absorver custos mais altos e das condições de oferta/demanda.

A má gestão dos riscos ASG pode causar um dano de reputação para a empresa, afetar sua habilidade de levantar recursos (dívida e renda variável) e, de modo mais amplo, ter um impacto negativo sobre seu desempenho financeiro. Por outro lado, práticas sólidas em ASG podem sustentar a reputação da empresa, além de facilitar seu acesso aos mercados, melhorar seu desempenho financeiro e agradar a uma base mais ampla de investidores.

#### O QUE A CLASSIFICAÇÃO É:

- Uma **opinião** sobre a probabilidade relativa de *default* de um emissor/uma emissão em um período futuro.
- Baseada em julgamento analítico, utilizando todas as informações consideradas relevantes pelos analistas, seguindo uma **metodologia documentada**.
- **Prospectiva**, com um horizonte de tempo variável a depender de qual emissor/emissão está sendo classificado(a).
- Aprovada por um **comitê**.
- **Dinâmica**, pois está sujeita a mudanças conforme fatos/empresas mudam.
- Não normativa, mas uma simples declaração da probabilidade relativa de *default*.
- Baseada em um **mix de avaliações quantitativas e qualitativas**.
- Uma **medida relativa** sujeita a calibragem – ou seja, não é uma medida absoluta.

#### O QUE A CLASSIFICAÇÃO NÃO É:

- Uma **recomendação de compra ou venda**, ou seja, não é uma indicação do mérito de investimento.
- Uma **medida absoluta** da qualidade de crédito (ou probabilidade de *default*).
- Uma **medida estática** da solvência.

Fonte: PRI, com base em uma análise das metodologias publicadas pelas CRAs e em discussões com as CRAs

Ainda que seja aplicável somente à abordagem da S&P Global Ratings, a declaração abaixo, retirada de seu guia *Guide to Credit Rating Essentials*, resume o nível da avaliação qualitativa que está no centro de sua metodologia de classificação, mesmo quando fatores quantitativos são considerados:

“Como existem eventos e desdobramentos futuros que não podem ser previstos, a atribuição de uma nota de crédito não é uma ciência exata... a agência de classificação enxerga um título privado com nota ‘AA’ como sendo de melhor qualidade do que um título com nota ‘BBB’. Mas a nota ‘AA’ não é garantia de que não haverá *default*; significa somente que, na opinião da agência, tem menor probabilidade de *default* do que os papéis com nota ‘BBB’” (S&P Global Ratings, 2014).

# QUESTÕES PARA O FUTURO

Até aqui, a análise determina o cenário para o trabalho a ser realizado daqui para a frente. Procura estruturar o debate em torno de como incluir os fatores ASG na análise do risco de crédito de maneira sistemática e transparente. Há muitas áreas que precisam ser mais exploradas; aquelas que já emergiram são listadas abaixo:

- **Implicações das classificações:** algumas CRAs começaram a publicar as implicações de suas ações de classificação após considerarem os fatores ambientais. No entanto, é necessário fazer um esforço maior nesta área (mais fatores ASG, com maior frequência, e por mais CRAs). As CRAs vêm aprimorando sua expertise em ASG, mas ainda são necessárias mais evidências sobre como os fatores ASG contribuem para as opiniões de classificação.
- **Como abordar as diferenças de horizontes de tempo:** a análise de cenário, e as avaliações de probabilidade, poderiam ter uma ênfase maior para que seja possível conciliar algumas das diferentes visões sobre horizontes de tempo entre investidores e CRAs. Outra opção seria uma maior discussão sobre o formato das distribuições de probabilidade acerca do evento de *default*. Por exemplo, para riscos climáticos, as CRAs poderiam destacar as premissas climáticas subjacentes em seus critérios de classificação, em termos de aquecimento global e das ações regulatórias, legais, de consumo, sociais e de mercado esperadas. Haveria maior transparência se o impacto de diferentes resultados climáticos sobre a classificação do emissor fosse incluído nas opiniões.
- **Maior incentivo para os emissores que divulguem mais informações:** as CRAs e os investidores institucionais têm o interesse comum de encorajar os emissores a divulgar informações mais abrangentes para que a avaliação de seu risco de crédito seja mais realista e justa. Estão melhor posicionados para fazer as perguntas pertinentes conforme sua competência em ASG é aprimorada. Este pode ser um sub-produto positivo do engajamento ASG de investidores e CRAs. Ao reconhecer os riscos ASG em seus próprios modelos de negócios, os emissores podem demonstrar às CRAs e aos investidores que estão preparados para abordar/mitigar estes riscos, evitando ou reduzindo, portanto, a possibilidade de uma forte deterioração de sua solvência caso estes riscos se materializem.
- **Produtos complementares:** as CRAs estão produzindo ativamente artigos sobre metodologia, análises setoriais e pesquisa temática em ASG em um esforço para ampliar a transparência, desencadeando o desenvolvimento de novos produtos (ferramentas que não são de classificação) para ajudar os investidores, que estão olhando além dos riscos de *default*. Na verdade, investidores e prestadores de serviços já começaram a produzir pontuações ASG individuais de investimento.
- **Papel regulatório:** a regulamentação aumentou o nível global da divulgação corporativa de responsabilidade social, mas esta é apenas a ponta do iceberg. Medidas voluntárias podem ser suficientes para promover mudanças na renda fixa com relação ao ASG quando falamos de AOs e AMs nos países desenvolvidos (na Europa em particular), mas os órgãos reguladores também não deveriam desempenhar um papel? E não seria o caso de a intervenção regulatória ser mais forte nos mercados emergentes, onde os investidores e a sociedade em geral podem ser menos proativos nesse sentido?
- **Espaço para mais pesquisa:** novas pesquisas poderiam explorar a relação entre os fatores ASG e o risco de crédito precificado pelos mercados financeiros, substituindo as classificações por outras formas de mensurar o risco. Por exemplo, modelos estruturais (originados a partir do modelo de Merton) observam a relação entre o risco de *default* de um emissor e sua estrutura de ativos (de capital): se os ativos caem abaixo de um determinado valor, o emissor não consegue honrar sua dívida e entra em *default*. Portanto, qualquer fator ASG que amplie o valor dos ativos de uma empresa ou reduza a volatilidade desse valor terá um efeito positivo na qualidade de crédito. Já há progresso nesse sentido, mas é preciso refinar mais estes modelos (que apresentam seus próprios desafios porque sua análise é muito complexa).

# ANEXOS

## 1. LISTA DE ENTREVISTAS

Entrevistado	Cargo	Organização	Tipo de Organização
Laurent Frings	Head Global de Pesquisa de Crédito	Aberdeen Asset Management	AM
Wolfgang Kuhn	Head de Renda Fixa Pan-europeia	Aberdeen Asset Management	AM
Barbara Lambert	Gestor Sênior de Carteira	Addenda Capital Inc.	AM
Brian Minns	Gerente de Investimento Sustentável	Addenda Capital Inc.	AM
My-Ling Ngo	Especialista em ASG	BlueBay Asset Management	AM
Toni Spencer	Head de Pesquisa de Crédito	Colonial First State Global Asset Management	AM
Lin Wenjie	Vice-Presidente	Dagong Global Credit Rating	CRA
Ole Hagen Jørgensen	Diretor de Pesquisa	Global Evolution	AM
Dr. Yu Chunjiang	Diretor Geral de Classificação de Risco	Golden Credit Rating International Co., Ltd.	CRA
Dr. Fang Yixang	Head da Equipe de Finanças Verdes	Golden Credit Rating International Co., Ltd.	CRA
Simon Beany	Gestor de Investimento	HESTA	AM
Catherine Ogden	Gerente de Sustentabilidade e Investimento Responsável	Legal & General Investment Management	AM
Henrique Pinheiro Campos	Analista de Crédito	Liberum Ratings	CRA
Mauricio Bassi	Diretor Técnico	Liberum Ratings	CRA
Brian Cahill	Diretor Presidente	Moody's Investors Service	CRA
Kaan Nazli	Economista Sênior, Dívida de Mercados Emergentes	Neuberger Berman	AM
Promod Dass	Vice-CEO	RAM Rating Services Berhad	CRA
Sam Theodore	Group Managing Director, Head de Classificação de Risco de Instituições Financeiras	Scope Ratings AG	CRA
Laurence Hazell	Diretor, Governança	S&P Global Ratings	CRA
Michael Wilkins	Diretor Presidente, Pesquisa de Meio-ambiente e Risco Climático	S&P Global Ratings	CRA
Moritz Kraemer	Diretor de Classificação de Risco Soberano	S&P Global Ratings	CRA

## 2. TIPOS DE ABORDAGENS DE INVESTIMENTO RESPONSÁVEL

A incorporação de questões ASG na análise de investimento e nos processos de tomada de decisão é coberta pelo Princípio 1 do PRI. Em todo o Reporting Framework, utilizado pelos signatários do PRI, “incorporação ASG” se refere à análise e utilização de informações ASG no processo de tomada de decisão de investimento, conforme definido no documento [PRI Reporting Framework 2016 Main Definitions](#).

Tipo de abordagem	Metodologia
Filtro/Screening	a. Filtro negativo/de exclusão b. Filtro positivo/de melhor da categoria c. Filtro baseado em normas
Investimento temático em sustentabilidade (também chamado de investimento com tema ambiental e social)	Investimento em temas ou ativos especificamente relacionados à sustentabilidade
Integração ASG	A inclusão sistemática e explícita por parte de gestores de investimento de fatores ambientais, sociais e de governança na análise financeira tradicional
Abordagens combinadas	Um mix de todas as metodologias acima

### 3. RESUMOS DE PESQUISAS SOBRE ASG E RISCO DE CRÉDITO

Tipo de título	Tema principal	Principais achados da pesquisa
	Ambiental	<p><b>Bauer &amp; Hann</b> (2010) encontraram evidências abrangentes de que a gestão ambiental das empresas de capital aberto tem implicações de risco de crédito para os investidores em títulos em termos de “... solvência das empresas tomadoras, determinando sua exposição a possíveis riscos legais, de reputação e regulatórios que custam caro”. O artigo também conclui que “...as empresas com problemas ambientais [tais como conformidade regulatória ambiental e mudanças climáticas] pagam um prêmio sobre o custo de financiamento e recebem notas menores de classificação de risco”.</p> <p><b>O Centre for International Environmental Law</b> (2015) mostra que as classificações de risco podem ser infladas quando não se considera como as trajetórias climáticas dinâmicas podem afetar o fluxo de caixa, além de outras inadequações ao se considerar o risco climático. Analisa um estudo de caso específico da nota atribuída à emissão de notas pré-fixadas da Adani Abbot Point Terminal Pty Ltd na Austrália em 2014.</p>
Privado	Social	<p><b>Kane, Velury &amp; Ruf</b> (2005) documentam que “as empresas com bom relacionamento com funcionários, uma vez que dependem da mão-de-obra para conduzir suas operações, têm maior probabilidade de evitar o surgimento de dificuldades financeiras no futuro”. O artigo diz que “o conhecimento da qualidade do relacionamento com os funcionários é cada vez mais importante para avaliar a probabilidade de que as empresas experimentem o surgimento de dificuldades financeiras”.</p> <p><b>Bauer, Derwall &amp; Hann</b> (2009) documentam que as empresas com relacionamentos mais fortes com funcionários têm um custo de financiamento de dívida estatística e economicamente mais baixo, notas mais altas de classificação de risco e um risco menor específico da empresa. Os “resultados sustentam a teoria de que a gestão adequada do relacionamento com funcionários melhora o posicionamento de crédito da empresa, reduzindo os vários riscos específicos da empresa que afetam o nível e a estabilidade do fluxo de caixa esperado, riscos estes que não podem ser facilmente diversificados pelos investidores em títulos de dívida da empresa”.</p> <p><b>Sasse, Hize &amp; Hardeck</b> (2016) examinam um conjunto grande de dados em painel de empresas europeias e provam que o alto desempenho corporativo social (incluindo fatores ASG), e o alto desempenho na dimensão social em particular, têm o potencial de aumentar o valor da empresa através do risco menor.</p>
	Governança	<p><b>Ashbaugh-Skaife, Collins &amp; LaFond</b> (2006) encontraram “evidências de que vários atributos de governança explicam a classificação de risco das empresas, após o controle de características individuais que antes da pesquisa demonstraram estar relacionadas à classificação de risco”; e dizem que “nossa análise primária documenta que a governança da empresa afeta sua classificação de risco”.</p> <p><b>Alali, Anandarajan &amp; Jiang</b> (2011), utilizando uma amostra de empresas norte-americanas, concluíram que “as empresas caracterizadas por uma forte governança corporativa têm uma classificação de risco significativamente maior, e que esta relação é acentuada para as empresas menores em relação às maiores. Concluímos que uma melhora na governança corporativa está associada a uma melhora na classificação do título de dívida”.</p>
	Geral	<p><b>Kölbel &amp; Busch</b> (2013) concluíram que a atenção negativa da mídia com relação à responsabilidade social corporativa causa um aumento significativo no risco de crédito da empresa, conforme mensurado pelos <i>spreads</i> de CDS (<i>credit default swaps</i>). Em um trabalho posterior com Jansco (2017), identificaram como a administração pode empregar atividades de responsabilidade social corporativa para gerenciar o risco de crédito. Em um artigo mais recente (2017), demonstraram que há poucas evidências de uma conexão entre o desempenho ASG e o desempenho financeiro ruim, mas que há fortes evidências de que o desempenho ASG está conectado ao custo de capital.</p> <p><b>Desclée &amp; Hyman - Barclays</b> (2016), utilizando uma abordagem de modelagem e o índice Bloomberg Barclays US Investment-Grade Corporate Bond, concluíram, entre outros resultados, que (1) uma inclinação positiva em ASG resulta em uma vantagem pequena, porém constante, de desempenho; (2) ao se aplicar inclinações separadas em pontuações A, S e G, o efeito positivo é mais forte quando há uma inclinação positiva em direção ao fator da governança e mais fraco para pontuações sociais; (3) emissores com notas mais altas em governança experimentam uma incidência menor de rebaixamento na classificação de risco.</p> <p><b>Reznick &amp; Viehs - Hermes Investment Management</b> (2017) sustentam a visão de que as agências incorporam alguns elementos de pesquisa ASG, e encontraram correlações entre a pontuação ASG proprietária da Hermes (QESG) e a classificação de risco das empresas. No entanto, concluem que a classificação de risco “não representa os riscos ASG de maneira suficiente”.</p>



Tipo de título	Tema principal	Principais achados da pesquisa
Soberano	Ambiental	<p><b>Lederman &amp; Maloney</b> (2007) e <b>Frankel</b> discutem como os países com abundância de recursos naturais podem ter crescimento abaixo da média se tais recursos não forem bem administrados. Como as metodologias das CRAs destacam que a projeção de crescimento economia é fundamental para a avaliação do risco de crédito soberano, o estudo demonstra que a dotação de recursos naturais e a forma como é utilizada pode afetar a solvência de um país.</p> <p><b>UNEP FI &amp; Global Footprint Network</b> (2012) desenvolveram uma metodologia e métricas para correlacionar os riscos de recursos naturais e o risco de crédito soberano. Estudos de caso são destacados para cinco nações com diferentes padrões de recursos naturais, produção, consumo e comércio. Estes estudos analisam a significância econômica dos riscos de recursos de um país e sua capacidade de absorver choques associados a tais riscos, dependendo de seu nível de dívida pública/déficit, seu déficit comercial ou sua inflação.</p>
	Social	<p><b>Becker, Murphy &amp; Tamura</b> (1990) e <b>Galor &amp; Weil</b> (1993) mostram em seus artigos bons exemplos de como a formação de capital humano (ou seja, avanços na educação e na saúde) e a fertilidade são importantes para o crescimento econômico.</p>
	Governança	<p><b>Depken, LaFountain &amp; Butters</b> (2006), avaliando a evidência de que há uma correlação entre fatores de corrupção e o risco de crédito soberano, concluem que “para todos os quatro tipos de títulos públicos [...] a solvência, conforme refletida nas classificações de risco, é reduzida com a corrupção. Esta relação é estatisticamente significativa e persiste em vários estimadores diferentes. Além disso, uma estimativa aproximada sugere que a relação entre solvência e corrupção também é economicamente significativa”.</p> <p><b>Mellios &amp; Paget-Blanc</b> (2006) concluem que as classificações de risco soberano são mais influenciadas pela renda per capita, receita do governo, variações nas taxas de câmbio reais, inflação e histórico de <i>default</i>. Também destacam a importância da corrupção, mensurada pelo Corruption Perceptions Index da Transparency International.</p> <p><b>Rodrik</b> (2008) conclui que a governança não é somente um “fim”, mas um “meio”: “A governança tem um valor fundamental na medida em que oferece maior clareza a produtores e famílias sobre as regras do jogo e aos investidores uma maior certeza de que podem se apropriar do retorno de seus esforços”.</p> <p><b>Ozturk</b> (2016) aponta para a relação positiva entre as classificações de risco soberano e os indicadores de governança. No entanto, propõe que as agências de classificação de risco utilizem suas fontes internas para mensurar a qualidade da governança, pois os indicadores de governança existentes têm muitos pontos fracos.</p>
	Geral	<p><b>Acemoglu, Johnson &amp; Robinson</b> (2000), em um estudo empírico que examina as grandes diferenças na renda per capita entre os países, mostram que “os países com instituições mais fortes, direitos de propriedade mais seguros e políticas públicas que causam menos distorções investirão mais em capital físico e humano e utilizarão estes fatores de forma mais eficiente para atingir um nível maior de renda”.</p> <p><b>Capelle-Blancard, Crifo, Oueghlissi e Scholtens</b> (2017), após formarem um índice ASG e analisarem 20 países da OCDE entre 1996 e 2012, encontraram (1) uma forte relação negativa entre o desempenho ASG e os <i>spreads</i> de títulos públicos; (2) uma relação relativamente mais forte para <i>spreads</i> de longo prazo do que os de curto prazo; (3) um desempenho mais pronunciado da governança em relação aos fatores sociais e ambientais; (4) uma relação mais forte nos países da Zona do Euro do que em outros países da OCDE; e (5) uma relação mais forte após a crise financeira de 2008 em comparação com o período anterior.</p>

## 4. BIBLIOGRAFIA

- Acemoglu, D., Johnson, S., & Robinson, J. (2000). *The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation*. Semantic Scholar.
- Alali, F., Asokan, A., & Wei, J. (2011). *The effect of corporate governance on firm's credit ratings: further evidence using governance score in the United States*. Accounting and Finance.
- Allianz Global Investors GmbH. (2016). *ESG in Investment in Grade Corporate Bonds*.
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W., & LaFond, R. (2006). *The effects of corporate governance on firms' credit ratings*. Journal of Accounting & Economics, 42.
- AXA IM. (2013). *ESG Insight on sovereign debt investing*.
- Barclays Research. (2016). *Sustainable investing and bond returns - Research study into the impact of ESG on credit portfolio performance*.
- Bauer, R., & Hann, D. (2010). *Corporate Environmental Management and Credit Risk*. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1660470>.
- Bauer, R., Jeroen, D., & Daniel, H. (2009). *Employee Relations and Credit Risk*. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1483112>.
- Becker, G. S., Murphy, K. M., & Tamura, R. (1990). *Human Capital, Fertility, and Economic Growth*. The Journal of Political Economy, 98(5).
- Capelle Blacard, G., Crifo, P., Diaye, M., Oueghlissi, R., & Shcoltens, B. (2017). *Environmental, Social and Governance (ESG) performance and sovereign bond*. Economix-Université Paris Nanterre - Working Paper 2017 07.
- Climate Bond Initiative. (2016). *China Green Bond Market 2016*.
- Dagong Global Credit Rating Green Bonds. (2017). *Green Bonds Evaluation Analytical Approach*.
- Depken, C., Courtney, L., & Roger, B. (2006). *Corruption and Creditworthiness: Evidence from Sovereign Credit Ratings*. Working Paper from University of Texas at Arlington, Dep. of Economics.
- Desclée, A., & Hyman, J. (2016). *Sustainable investing and bond returns*. Barclays Research, Impact Series 01.
- ESMA. (2016). *Competition and choice in the credit rating industry*.
- ESRB, A. S. (2016). *Too late, too sudden: Transition to a low-carbon economy*. European Systemic Risk Board.
- Comissão Europeia. (2015). *Study on the Feasibility of Alternatives to Credit Ratings*. Comissão Europeia, Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union. União Europeia.
- Financial Times. (2017). *Foreign investors welcome US credit agencies to China bond market*.
- Frenkel, J. A. (2010). *The Natural Resource Curse: A Survey*. The National Bureau of Economic Research.
- Galor, O., & Weil, D. N. (1993). *The gender gap, fertility and growth*. National Bureau of Economic Research Working Paper Series.
- Golden Credit Rating International Co., Ltd. (2016). *Golden Credit Natural Environment Credit Analysis Framework and Green Bond Credit Rating Methodology*.
- Grothe, M. (2013). *Market pricing of Credit Rating Signals*. European Central Bank Working Paper No. 1623.
- GSIA. (2017). *2017 Global Sustainable Investment Review*.
- Hoerter, S. (2016). *How does ESG affect the credit rating of corporate bonds?* Allianz Global Investors.
- Kane, G. D. (2005). *Employee Relations and the Likelihood of Occurrence of Corporate Financial Distress*. Journal of Business Finance & Accounting.
- Kane, G. D., Velury, U., & Ruf, B. M. (2005). *Employee Relations and the Likelihood of Occurrence of Corporate Financial Distress*. Journal of Business Finance & Accounting.
- Kölbel, J. F., & Busch, T. (2013). *The effect of bad news on credit risk: a media based view of the pricing of corporate social responsibility*. Duisenberg School of Finance Policy Paper.
- Kölbel, J. F., & Busch, T. (2017). *The link between ESG, alpha, and the cost of capital: Implications for investors and CFOs*. Corporate Finance Biz.
- Kölbel, J. F., Busch, T., & Jancso, M. L. (2017). *How Media Coverage of Corporate Social Irresponsibility Increases Financial Risk*. Strategic Management Journal.
- Lederman, D., & Maloney, W. F. (2007). *Natural Resources: Neither Curse nor Destiny*. Banco Mundial.
- Mellios, C., & Paget-Blanc, E. (2006). *Which factors determine sovereign credit ratings?* The European Journal of Finance.
- Merton, R. C., (1974). *On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates*. Journal of Finance, Vol. 29, No. 2, pp. 449-470
- Moody's Investors Service. (2005). *CEO Compensation and Credit Risk*. Moody's Investors Service.
- Moody's Investors Service. (2006). *Criteria for Assessing Director Independence*. Moody's Investors Service.

- Moody's Investors Service. (2014). *Rating Methodology: Global Banks*.
- Moody's Investors Service. (2015). *Heat Map Shows Wide Variations in Credit Impact Across Sectors*.
- Moody's Investors Service. (2015). *Impact of Carbon Reduction Policies is Rising Globally*.
- Moody's Investors Service. (2015). *Moody's Approach to Assessing ESG Risks in Ratings and Research*.
- Moody's Investors Service. (2015). *Moody's Approach to Assessing the Credit Impacts of Environmental Risks*.
- Moody's Investors Service. (2016). *Automotive Sector Faces Rising Credit Risks from Carbon Transition*.
- Moody's Investors Service. (2016). *Global Unregulated Utilities and Power Companies: Carbon Transition Brings Risks and Opportunities*.
- Moody's Investors Service. (2016). *Green Bonds Assessment*.
- Moody's Investors Service. (2016). *How Moody's Assesses the Physical Effects of Climate Change on Sovereign Issuers*.
- Moody's Investors Service. (2016). *Rating Methodology: Sovereign Bond Ratings*.
- Moody's Investors Service. (2017). *Shift in US Climate Policy Would Not Stall Global Efforts to Reduce Carbon Emissions*.
- Muriel, M. K. (2015). *(Mis)Calculated Risk and Climate Change*. The Centre for International Environmental Law.
- Neuberger Berman. (2013). *ESG Factors in Sovereign Debt Investing*.
- Ngo, M.-L. (2016). *The differences between incorporating ESG into fixed income and equities*. BlueBay Asset Management.
- Oddo Securities. (2013). *Emerging debt: the pearls of sustainable development that should not be ignored*.
- oekom research. (2014). *The Importance of Sustainability Criteria in Assessing the Opportunities and Risks of Investing in Corporate Bonds*.
- Ozturk, H. (2016). *Reliance of Sovereign Credit Ratings on Governance Indicators*. The European Journal of Development Research.
- PRI. (2013). *Títulos privados Spotlight on ESG Risks*.
- PRI. (2013). *Sovereign Bonds: Spotlight on ESG Risks*.
- PRI. (2014). *Fixed income ESG Investor Guide*.
- RAM Rating Services Berhad. (2012). *Sovereign Rating Criteria*.
- RAM Rating Services Berhad. (2016). *Primer on ESG in credit ratings*.
- Reznick, M., & Michael, V. (2017). *Pricing ESG Risks in Credit Markets*. Hermes Credit and Hermes EOS, Research Paper, Q2 2017.
- Robeco. (2014). *ESG integration, in particular for corporate bonds*.
- Rodrik, D. (2008). *Thinking about Governance (Governance, Growth, and Development Decision-making)*. Banco Mundial.
- S&P Global Ratings. (2006). *The Growing Role Of Corporate Governance In Credit Ratings*.
- S&P Global Ratings. (2007). *25 Years Of Credit: A Standard & Poor's Roundtable On The Evolution Of Corporate Governance*.
- S&P Global Ratings. (2008). *Corporate Governance: How Credit Ratings Can Help Directors Manage Risk More Effectively*.
- S&P Global Ratings. (2008). *S&P/Duke University Study Details Correlations Between Corporate Governance And Credit Risk*.
- S&P Global Ratings. (2008). *Standard&Poor's Credit And Equity Analysts Review The State Of Corporate Governance*.
- S&P Global Ratings. (2012). *How We Use Management And Governance Credit Factors*.
- S&P Global Ratings. (2012). *Methodology: Management And Governance Credit Factors For Corporate Entities And Insurers*.
- S&P Global Ratings. (2013). *Sovereign Government Rating Methodology And Assumptions*.
- S&P Global Ratings. (2014). *Guide To Credit Rating Essentials*.
- S&P Global Ratings. (2014). *Key Credit Factors For The Unregulated Power And Gas Industry*.
- S&P Global Ratings. (16 de novembro de 2015). *ESG Risks in Corporate Credit Rating - An Overview*.
- S&P Global Ratings. (2015). *How Environmental And Climate Risks Factor Into Global Corporate Ratings*.
- S&P Global Ratings. (2015). *Storm Alert: Natural Disasters Can Damage Sovereign Creditworthiness*.
- S&P Global Ratings. (2016). *Beyond Green Bonds: Sustainable Finance Comes Of Age*.
- S&P Global Ratings. (2016). *Proposal For Environmental, Social, And Governance (ESG) Assessments*.
- S&P Global Ratings. (2016). *S&P Global Ratings Definitions*.
- S&P Global Ratings. (2016). *Updated Proposal For A Green Bond Evaluation*.
- S&P Global Ratings. (2017). *Green Evaluation Analytical Approach*.

- 
- Sassen, R., Hinze, A.-K., & Hardeck, I. (2016). *Impact of ESG factors on firm risk in Europe*. *Journal of Business Economics*.
  - Scope Ratings AG. (2017). *Rating Methodology European Utilities: Renewable Energy Corporates*.
  - Scope Ratings AG. (2017). *Ratings Methodology Corporate Ratings*.
  - SEC. (2016). *Annual report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*. Securities and Exchange Commission.
  - SIFMA. (2016). *2016 Fact Book*. SIFMA Research Department. Securities Industry and Financial Markets Association.
  - Société Générale. (2014). *ESG for Credit Investors: Operational, Climate and Natural Capital Risks*.
  - Taleb, N. N. (2008). *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*.
  - Banco Mundial. (2007). *Natural Resources, Neither Curse nor Destiny*. (D. Lederman, & W. F. Maloney, Eds.) Stanford University Press.
  - UNEPFI & Global Footprint Network. (2012). *A New Angle on Sovereign Credit Risk E-RISC: Environmental Risk Integration*. Iniciativa Financeira do Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente e Global Footprint Network.

## CRÉDITOS:

Credit Ratings Initiative: Archie Beeching e Carmen Nuzzo, PRI

Entrevistas e projeto inicial: Tony Adams, Consultor externo

Edição: Eliane Chavagnon, PRI

Design: Alessandro Boaretto e Selorm Amuzu, PRI

## Os Princípios para o Investimento Responsável (PRI)

O PRI trabalha em conjunto com sua rede internacional de signatários para colocar em prática os seis Princípios para o Investimento Responsável. O objetivo dos Princípios é compreender as implicações do investimento sobre temas ambientais, sociais e de governança (ASG), além de oferecer apoio aos signatários na integração desses temas às suas decisões de investimentos e titularidade de ativos. O PRI atua no interesse de longo prazo de seus signatários, dos mercados financeiros e das economias em que operam e, por fim, do meio ambiente e da sociedade em geral.

Os seis Princípios para o Investimento Responsável formam um conjunto de princípios de investimento voluntários e aspiracionais que oferecem uma gama de ações que permitem incorporar fatores ASG à prática de investimentos. Os Princípios foram desenvolvidos por investidores, para investidores. Ao implementá-los, os signatários contribuem para o desenvolvimento de um sistema financeiro global mais sustentável.

Para maiores informações, visite [www.unpri.org](http://www.unpri.org).



## O PRI é uma iniciativa de investidores em parceria com a **UNEP Finance Initiative** e o **Pacto Global das Nações Unidas**.

### Iniciativa Financeira do Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente (UNEP FI)

A UNEP FI é uma parceria única entre o Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente (PNUMA) e o setor financeiro global. A UNEP FI trabalha em estreita parceria com mais de 200 instituições financeiras signatárias da Declaração da UNEP FI sobre Desenvolvimento Sustentável e uma série de organizações parceiras para desenvolver e promover conexões entre sustentabilidade e desempenho financeiro. Por meio de redes de pares, pesquisa e treinamento, a UNEP FI coloca em prática sua missão de identificar, promover e realizar a adoção das melhores práticas ambientais e de sustentabilidade em todos os níveis das operações das instituições financeiras.

Para maiores informações, visite [www.unepfi.org](http://www.unepfi.org).



### Pacto Global das Nações Unidas

O Pacto Global da ONU é um chamado para que as empresas em todo o mundo alinhem suas operações e estratégias com os 10 princípios universais nas áreas de direitos humanos, direitos trabalhistas, meio-ambiente e combate à corrupção, e realizem ações de apoio aos objetivos da ONU e questões representadas pelos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável. O Pacto Global da ONU é uma plataforma de liderança para o desenvolvimento, a implementação e a divulgação de práticas responsáveis pelas empresas. Lançado em 2000, trata-se da maior iniciativa de sustentabilidade corporativa do mundo, com mais de 8800 empresas e 4000 signatários não corporativos com sede em mais de 160 países e 80 Redes Locais.

Para maiores informações, visite [www.unglobalcompact.org](http://www.unglobalcompact.org).

