

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar  
Centro, Rio de Janeiro - RJ  
CEP 20.050-901

**Att.:** Ilmo. Sr. Antonio Carlos Berwanger  
**Superintendente de Desenvolvimento de Mercado**  
[audpublicaSDM0218@cvm.gov.br](mailto:audpublicaSDM0218@cvm.gov.br)

**Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 04/18**

Ilustríssimo Senhor Superintendente,

O **GRUPO DE TRABALHO DE TÍTULOS VERDES** (“GT Títulos Verdes”), instituído no âmbito do Laboratório de Inovação Financeira (“LAB”) – projeto conjunto do Banco Interamericano de Desenvolvimento (“BID”), da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) e da Associação Brasileira de Desenvolvimento (“ABDE”) –, com fundamento no Edital de Audiência Pública SDM nº 04/18 (“Edital de Audiência Pública”) e de acordo com as orientações ali incorporadas, vem, respeitosamente, apresentar a esta D. Comissão sugestões relacionadas à proposta de alteração à Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014 (“Instrução CVM 555”), para inclusão de dispositivos relativos aos fundos de investimento previstos no artigo 3º da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011 (“Lei 12.431”) – Fundos Incentivados de Investimento em Infraestrutura (“FI-Infra” e “Minuta”, respectivamente).

1. Conforme se depreende do Edital de Audiência Pública, as mudanças propostas têm como objetivo central aperfeiçoar as normas da Instrução CVM 555 para melhor contemplar as características dos FI-Infra, à luz dos dispositivos da Lei 12.431.

2. Neste sentido, o GT Títulos Verdes entende ser também este o momento oportuno para promover outros ajustes na Instrução CVM 555, também à luz da Lei 12.431, voltados especificamente para o desenvolvimento do mercado de títulos verdes no Brasil –

tendo em vista que boa parte destes títulos está vinculada a projetos que se enquadram na Lei 12.431, tal como o financiamento de parques eólicos e usinas solares.

3. De início, faz-se necessário saudar a iniciativa desta D. Autarquia em promover uma reforma da Instrução CVM 555 com o objetivo de criar um ambiente propício para o desenvolvimento de veículos coletivos de investimento para ativos que preencham os requisitos da Lei 12.431. Como bem apontado pelo Edital de Audiência Pública, a utilização de fundos de investimento para este fim possibilita o acesso de investidores de varejo a ativos de infraestrutura, com o auxílio de uma gestão profissional capaz de avaliar os “riscos e retornos associados a ativos de longo prazo, além de uma maior diversificação de carteira, essencial para a diluição dos riscos do investimento”.

4. A experiência prática demonstra que boa parte dos ativos de infraestrutura que recebem benefício fiscal nos termos da Lei 12.431 apresentam também benefícios socioambientais nos projetos objeto da captação via mercado de capitais. Entretanto, muitas dessas emissões não possuem incentivos suficientes para efetivamente atestar o ganho socioambiental de seus projetos, e acabam sendo comercializados apenas como ativos de infraestrutura. Por outro lado, verifica-se, ao longo dos anos, uma demanda cada vez mais expressiva de investidores (tanto institucionais quanto de varejo) com a aplicação de recursos em modalidades de investimento que apresentem adicionalidades socioambientais, acompanhando um movimento global de investimentos responsáveis e alinhados com o desenvolvimento sustentável e a economia de baixo carbono, que vem impactando, inclusive, o arcabouço regulatório do mercado em outras jurisdições.

5. Neste sentido, as sugestões incluídas na presente manifestação demonstram claro alinhamento com os objetivos que motivaram a criação deste GT Títulos Verdes: “desenvolver e avaliar propostas de intervenção no Brasil, tais como desenvolver o mercado nacional de títulos verdes, possíveis instrumentos que possam estimular emissões, e alinhamento do mercado local com as melhores práticas internacionais”.

6. Após amplo debate entre os diferentes participantes do GT Títulos Verdes, em especial os participantes do Subgrupo “Aperfeiçoamento Regulatório e Avaliação de Mecanismos de Incentivo”, chegou-se a uma proposta de aprimoramento da Instrução CVM 555 que permita o estímulo tanto da oferta quanto da demanda por títulos verdes, ativos que comprovadamente proporcionem adicionalidades socioambientais que justifiquem os incentivos regulatórios aqui propostos.

7. Para melhor visualização dos comentários e sugestões, cada seção da presente manifestação é dividida em comentários, que abordam os pontos de atenção verificados, identificando o dispositivo específico da Minuta e o racional da sugestão de alteração, acompanhados da própria proposta de redação alternativa para tal dispositivo.

8. Nessa linha, a presente manifestação se divide em 3 (três) principais seções, abordando essencialmente os seguintes temas e respectivas propostas:

- (i) alterações na regra prudencial relacionada a projetos performados;
- (ii) flexibilização dos limites por emissor para FI-Infra que invistam em títulos verdes; e
- (iii) criação de um subtipo específico de FI-Infra para títulos verdes.

#### **I. Flexibilização da exigência de projetos performados (art. 131-B da Minuta)**

9. O Edital de Audiência Pública propõe, em seu item 2.2, a imposição de algumas restrições para FI-Infra cujas cotas venham a ser adquiridas por investidores de varejo, ou seja, que não atendam aos requisitos para que sejam considerados como investidores qualificados ou profissionais. Tais restrições se devem ao fato de os ativos incentivados serem de crédito privado, longo prazo e por consequência baixa liquidez, o que justifica maiores proteções quando o público alvo for investidor de varejo.

10. Entretanto, no entender do GT Títulos Verdes, uma das restrições propostas, em especial, representa limitante considerável ao desenvolvimento do mercado de títulos de infraestrutura incentivados no geral e, mais especificamente, ao mercado de títulos verdes. Trata-se da exigência de que os ativos incentivados adquiridos por FI-Infra sejam relacionados a projetos performados.

11. Em regra, projetos de infraestrutura exigem a maior parte de seu financiamento justamente no momento em que a emissora se encontra em fase pré-operacional, quando dívidas contraídas por meio do mercado de capitais podem ser uma excelente alternativa de captação com menores custos, que viabilize o projeto pretendido. Também por esta razão, o número de emissores com projetos de infraestrutura performados

que realizam emissões no mercado de capitais é extremamente reduzido, razão pela qual uma restrição de captação a projetos não performados limitaria sobremaneira o acesso de FI-Infra destinados a investidores de varejo a ativos incentivados de infraestrutura, causando significativo entrave para o desenvolvimento deste mercado que se pretende estimular.

12. O risco de performance que a proposta da Minuta intenta mitigar é, na verdade, inerente aos projetos de infraestrutura, razão pela qual o GT Títulos Verdes sugere que sejam incluídas outras regras prudenciais, em substituição à exigência de projetos performados, que tenham a mesma finalidade de mitigar o risco de inadimplemento dos títulos incentivados ou que aumentem a qualidade informacional dos projetos para gestores dos FI-Infra para investidores de varejo interessados em adquirir tais ativos.

13. As regras prudenciais alternativas poderiam estar relacionadas à:

- (i) Garantias: Obrigação de constituição de garantias reais e/ou fidejussórias, garantia de instituição financeira, sociedade seguradora ou de fundos constituídos por doações de entidades nacionais e internacionais;
- (ii) Rating: Obrigação de classificação de risco de ativos por agências de *rating*, que se apresenta como um requisito de proteção eficaz e já presente na regulamentação de fundos de investimento em algumas hipóteses (art. 3º,

inciso III, da Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2011, no caso de FIDC e Instrução CVM nº 414, de 30 de dezembro de 2004, no caso de CRI);

- (iii) Sufixo: Obrigação de o fundo incluir, em sua denominação, o sufixo “Risco de Performance”; e
- (iv) Estudo de Viabilidade: Obrigação de possuir estudos de viabilidade, assim como exigido pela Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, em caso de emissoras pré-operacionais.

14. À luz do acima exposto, propõe-se que os requisitos dispostos no proposto art. 131-B da Instrução CVM nº 555 sejam alterados nos seguintes termos:

*“Art. 131-B. A carteira de aplicações de FI-Infra distribuído para investidores que não sejam considerados qualificados nos termos da regulamentação específica, deve atender aos seguintes requisitos:*

~~*I – ser constituída por valores mobiliários representativos de projetos considerados como performados no momento da aquisição pelo fundo;*~~

~~*H – possuir exposição máxima de 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido por emissor; e*~~

~~*III – possuir Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI, ou cotas de Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC, exclusivamente de classe sênior.*~~

*§ 1º Na hipótese descrita no caput, caso os ativos financeiros de que trata o art. 2º da Lei nº 12.431, de 2011 sejam valores mobiliários vinculados a projetos considerados como não performados no momento da aquisição pelo fundo, deverão ser atendidos ainda os seguintes requisitos:*

*I – os valores mobiliários deverão possuir garantias reais e/ou fidejussórias, garantia de instituição financeira, sociedade seguradora ou de fundos constituídos por doações de entidades nacionais e internacionais;*

*II – os valores mobiliários deverão ser classificados por agência classificadora de risco em funcionamento no País;*

III – os valores mobiliários deverão contar com estudo de viabilidade econômico-financeira da emissora, nos termos da regulamentação específica; e

IV – caso os valores mobiliários não ~~performados~~ representem mais de 50% (cinquenta por cento) dos ativos financeiros de que trata o art. 2º da Lei nº 12.431, de 2011 em carteira, o fundo deverá incluir, em sua denominação, o sufixo “Risco de Performance”.

§ 2º ~~§ 1º~~ Para fins do disposto neste artigo, o projeto não será considerado ~~performado~~ enquanto o seu emissor não apresentar receita proveniente de suas operações, em demonstração financeira anual ou, quando houver, em demonstração financeira anual consolidada, elaboradas de acordo com as normas da CVM e auditadas por auditor independente registrado na CVM.

§ 3º ~~§ 2º~~ Para efeito do disposto no inciso II, aplicam-se ao emissor as disposições dos §§ 1º e 2º do art. 102, sem prejuízo do disposto no § 3º deste artigo.

§ 4º ~~§ 3º~~ Para efeito do disposto no inciso II, no caso de debêntures emitidas por sociedade de propósito específico - SPE, constituída sob a forma de sociedade por ações, o limite será computado considerando-se a SPE como emissor independente, desde que haja constituição de garantias relativas ao cumprimento das obrigações principais e acessórias e que elas não sejam concedidas por sociedades integrantes do seu grupo econômico.

§ 5º ~~§ 5º~~ Caso a política de investimento do fundo permita a aplicação em Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI, ou em cotas de emissão de fundo de investimento em direitos creditórios – FIDC constituído sob a forma de condomínio fechado, o administrador deve assegurar-se de que, na consolidação das aplicações, as obrigações previstas neste artigo são atendidas.

§ 6º ~~§ 5º~~ Somente as cotas de FI-Infra fechado que atendam ao disposto neste artigo podem ser adquiridas em mercados organizados de valores mobiliários por investidores que não atendam aos requisitos da regulamentação específica para investidores qualificados.

§ 7º ~~§ 6º~~ Cabe aos intermediários assegurar o cumprimento do § 5º relativamente aos seus clientes.”

## II. Flexibilização dos limites por emissor e prazo de enquadramento para fundos que invistam em títulos verdes (arts. 107, 126 e 131-B, da Minuta)

15. O Edital de Audiência Pública propõe, também em seu item 2.2, a (i) imposição de limite de concentração máximo por emissor de 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido em FI-Infra destinado a investidores de varejo, limite este que será computado em dobro no caso de fundos destinados a investidores qualificados e não aplicável para fundos destinados a investidores profissionais; e (ii) prazo de enquadramento do limite de concentração do emissor para FI-Infra em 360 (trezentos e sessenta) dias.

16. O GT Títulos Verdes entende que os limites em questão são razoáveis para os FI-Infra em geral, elegíveis ao benefício fiscal de que trata a Lei 12.431, mas excessivamente restritivos para Fundos que se dispusessem a investir preponderantemente em referidos ativos que também fossem títulos verdes.

17. Neste sentido, com o objetivo de promover o desenvolvimento do mercado de títulos verdes, tanto por partes dos que geram oferta – neste caso os emissores, para que tenham incentivos a emitir títulos com comprovada adicionalidade socioambiental – quanto por parte dos que geram demanda – neste caso, gestores e administradores de fundos de investimento, para que tenham incentivo em adquirir títulos verdes – sugere-se que os FI-Infra que apliquem percentual relevante de sua carteira em títulos verdes (i) possuam limite de concentração por emissor mais amplo; e (ii) tenham maior prazo para enquadramento em tais limites por emissor.

18. Os números mais recentes da indústria de títulos incentivados de infraestrutura demonstram que emissões de títulos certificadamente verdes ainda representam uma pequena parcela desta indústria. Nos últimos 2 (dois) anos, por exemplo, foram realizadas 103 (cento e três) emissões de debêntures incentivadas nos termos da Instrução CVM 555, perfazendo um volume total de mais de R\$ 25 bilhões (vinte e cinco bilhões de reais). Dessas, apenas 7 (sete) emissões contaram com certificação ou relatório de segunda opinião atestando sua adicionalidade socioambiental, perfazendo um volume total de pouco mais de R\$ 1 bilhão (um bilhão de reais)<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Conforme 58ª Edição do Boletim Informativo de Debêntures Incentivadas, emitido em setembro/18 pela Secretaria de Promoção da Produtividade e Advocacia da Concorrência, do Ministério da Fazenda. Disponível

19. No entender do GT Títulos Verdes, esta situação se deve a 2 (dois) principais fatores: (i) a falta de incentivo de emissores em conferirem rotulagens verdes para os títulos que emitem, ainda que os projetos financiados possuam uma clara adicionalidade socioambiental; e (ii) a ausência de veículos que permitam a investidores de varejo acessar tais títulos com auxílio de uma gestão profissional, para melhor avaliação dos riscos e retornos destes ativos de longo prazo.

20. Como forma de estimular ambas as pontas – oferta e demanda – e aumentar o apelo pela emissão e aquisição de títulos com reconhecida adicionalidade socioambiental, sugere-se que seja flexibilizado um dos principais entraves que se vislumbra ao desenvolvimento deste mercado à luz das normas propostas pela Minuta: o limite de concentração por emissor aplicável a FI-Infra.

21. Para tanto, propõe-se que FI-Infra que possua política de investimento determinando que, no mínimo, 50% (cinquenta por cento) dos seus recursos sejam aplicados em ativos que cumulativamente (i) façam jus ao benefício fiscal de que trata a Lei 12.431, e (ii) contem com certificação ou parecer de segunda opinião atestando a adicionalidade socioambiental da destinação dos recursos, possuam determinados descontos regulatórios.

22. O primeiro desconto regulatório seria a possibilidade de ampliar o limite de concentração por emissor, de 20% (vinte por cento) para 25% (vinte e cinco por cento) no caso de fundos de varejo, e de 40% (quarenta por cento) para 50% (cinquenta por cento) no caso de fundos destinados a investidores qualificados.

23. Em razão da flexibilização disposta acima, faz-se oportuno também a sugestão de salvaguardas adicionais capazes de mitigar os riscos advindos de uma maior concentração por emissor, quais sejam:

- (i) Caso se organize como fundo fechado, o FI-Infra que se utilizar da flexibilização em razão do investimento e títulos verdes deve ter suas cotas registradas em sistema de negociação administrado por entidade



administradora de mercado organizado, além de contratar a atividade de formador de mercado para as cotas do fundo;

- (ii) Caso se organize como fundo aberto, os recursos que excederem o limite legal para enquadramento como FI-Infra devem necessariamente ser aplicados em ativos cuja liquidez seja compatível com as regras de resgate de cotas

24. O segundo desconto regulatório para o FI-Infra que observe o disposto no item 21 seria um prazo para enquadramento dos limites de concentração dispostos no art. 131-B mais dilatado, de 2 (dois) anos em contraposição à regra de enquadramento em 360 (trezentos e sessenta) dias sugerida pela Minuta aos FI-Infra em geral. Apesar de mais benéfica, a regra de enquadramento para FI-Infra que invistam em títulos verdes permanece em linha com as regras de enquadramento previstas pela Lei 12.431.

25. Em razão das sugestões apontadas acima, sugere-se que sejam alterados os arts. 107, 126 e 131-B da proposta de nova Instrução CVM nº 555, no seguinte sentido:

*“Art. 107. [...]*

*§ 3º Os Fundos Incentivados de Investimento em Infraestrutura – FI-Infra terão o prazo de 360 (trezentos e sessenta) dias para atingir os limites dispostos no art. 131-B desta Instrução, contado da data da primeira integralização de cotas, para os fundos abertos, ou da data de encerramento da distribuição, para os fundos fechados.*

*§ 4º Os Fundos Incentivados de Investimento em Infraestrutura – FI-Infra que possuam política de investimento que determine a aplicação de, no mínimo, 50% (cinquenta por cento) de seu patrimônio líquido em ativos que se enquadrem no art. 3º da Lei 12.431, de 2011, e ainda, cumulativamente, apresentem benefícios socioambientais atestados nos termos do §5º abaixo, terão o prazo de enquadramento previsto no §3º acima estendido para 720 (setecentos e vinte) dias, contado da data da primeira integralização de cotas, para os fundos abertos, ou da data de encerramento da distribuição, para os fundos fechados.*

*§5º O atestado de que trata o §4º anterior pode ser concedido por meio de:*

I – pareceres externos independentes sob a forma de relatório de segunda opinião ou certificação de padrões com metodologias reconhecidas internacionalmente pelo mercado, emitidos por pessoa jurídica nacional ou estrangeira, com comprovada experiência neste tipo de relatório ou certificação, que atestem que o projeto tenha adicionalidades socioambientais;

II – certificação ou relatório de segunda opinião emitido por entidade que tenha celebrado convênio com a CVM ou que seja acreditada por entidade que tenha celebrado convênio com a CVM; ou

II – agência classificadora de risco autorizada a operar pela CVM, que possua metodologia reconhecida internacionalmente pelo mercado que ateste que o projeto tenha adicionalidades socioambientais”

“Art. 126. Os limites estabelecidos nos incisos I e II do art. 103, no inciso II e §3º do art. 131-B, e §§ 6º e 7º do art. 119 são computados em dobro nos fundos de investimento de que trata este Capítulo.”

“Art. 131-B. A carteira de aplicações de FI-Infra distribuído para investidores que não sejam considerados qualificados nos termos da regulamentação específica, deve atender aos seguintes requisitos: [...]

§ 2º Para efeito do disposto no inciso II, aplicam-se ao emissor as disposições dos §§ 1º e 2º do art. 102, sem prejuízo do disposto no §3º deste artigo.

§ 3º Os FI-Infra que possuam política de investimento que determine a aplicação de, no mínimo, 50% (cinquenta por cento) do seu patrimônio líquido em ativos que se enquadrem no art. 3º da Lei 12.431, de 2011, e ainda, cumulativamente, apresentem benefícios socioambientais atestados nos termos do art. 107, §5º, poderão estender o limite de exposição máxima previsto no inciso II para até 25% (vinte e cinco por cento) do patrimônio líquido por emissor, desde que:

I – tenham suas cotas admitidas à negociação em sistema de negociação administrado por entidade administradora de mercado organizado, além de contratar a atividade de formador de mercado para as cotas do fundo, caso se organize como fundo fechado; ou

II – os recursos que excederem o limite de enquadramento previsto no art. 3º da Lei 12.431, de 2011 sejam aplicados nos ativos previstos no §5º do art. 131-A, caso se organize como fundo aberto:

§ 4º § 3º Para efeito do disposto no inciso II, no caso de debêntures emitidas por sociedade de propósito específico - SPE, constituída sob a forma de sociedade por ações, o limite será computado considerando-se a SPE como emissor independente, desde que haja constituição de garantias relativas ao cumprimento das obrigações principais e acessórias e que elas não sejam concedidas por sociedades integrantes do seu grupo econômico.

§ 5º § 5º Caso a política de investimento do fundo permita a aplicação em Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI, ou em cotas de emissão de fundo de investimento em direitos creditórios – FIDC constituído sob a forma de condomínio fechado, o administrador deve assegurar-se de que, na consolidação das aplicações, as obrigações previstas neste artigo são atendidas.

§ 6º § 5º Somente as cotas de FI-Infra fechado que atendam ao disposto neste artigo podem ser adquiridas em mercados organizados de valores mobiliários por investidores que não atendam aos requisitos da regulamentação específica para investidores qualificados.

§ 7º § 6º Cabe aos intermediários assegurar o cumprimento do § 5º relativamente aos seus clientes.”

### **III. Criação de um subtipo específico de FI-Infra para títulos verdes (art. 131-A da Minuta)**

26. Uma sugestão adicional, que traria expressivos benefícios ao desenvolvimento do mercado brasileiro de títulos verdes, envolve a criação de subtipo específico de FI-Infra, voltado exclusivamente para investimentos em títulos verdes.

27. Neste sentido, sugere-se que a utilização do sufixo “Títulos Verdes”, na denominação de FI-Infra esteja restrita a fundos que apliquem parcela igual ou superior a 67% (sessenta e sete por cento) do limite previsto para elegibilidade do fundo aos benefícios fiscais dispostos pela Lei 12.431 em ativos que, cumulativamente (i) estejam enquadrados no

art. 2º da Lei 12.431; e (ii) atestem a presença de adicionalidades socioambientais por meio de certificação, relatório de segunda opinião ou rating.

28. Assim, gestores e administradores que pretendam rotular seus fundos como alocados preponderantemente em “títulos verdes” deverão, necessariamente, aplicar parcela preponderante dos recursos do fundo em ativos que comprovadamente apresentem adicionalidades socioambientais.

29. No entender do GT Títulos Verdes, esta proposta pode trazer benefícios substanciais ao mercado brasileiro de títulos verdes, vez que gestores e administradores que prestem serviços a FI-Infra elegíveis ao benefício fiscal e à flexibilização dos prazos de enquadramento e de limite de concentração por emissor, conforme proposta destacada na seção II acima, possuirão incentivo maior a realizar aplicações apenas em títulos incentivados que possuam rotulagem verde. Isso porque, ao manterem em sua carteira apenas títulos verdes, tais gestores e administradores terão a faculdade de comercializar as cotas de seus fundos como um fundo substancialmente “verde”, adquirindo vantagem comercial se comparado a outros fundos de mesma característica no mercado.

30. Na mesma linha, considerando a atual situação do mercado de títulos verdes no Brasil, os gestores e administradores exercerão pressão natural para que emissores de títulos incentivados busquem alguma das formas de rotulagem verde para projetos que tenham efetivo benefício socioambiental, aumentando também a oferta de títulos verdes, em um círculo virtuoso salutar para o desenvolvimento deste mercado.

31. A partir da sugestão de limitação da utilização do sufixo “Títulos Verdes” na denominação de FI-Infra, sugere-se a inclusão de um §7º no art. 131-A da proposta de nova Instrução CVM nº 555, no seguinte sentido:

*“Art. 131-A. Os Fundos Incentivados de Investimento em Infraestrutura – FI-Infra são aqueles definidos no art. 3º Lei nº 12.431, de 2011, e que tenham por objetivo o enquadramento no regime tributário estabelecido naquela Lei. [...]”*

*§ 7º A utilização do sufixo “Títulos Verdes” na denominação de FI-Infra é restrita a fundos que apliquem parcela igual ou superior a 67% (sessenta e sete por cento) do seu patrimônio líquido em*

*ativos que se enquadrem no art. 3º da Lei 12.431, de 2011, e ainda cumulativamente, apresentem benefícios socioambientais atestados nos termos do art. 107, §5º*

\*\_\*\_\*

Sendo o que havia para o momento, reiteram-se os votos de elevada estima e consideração e coloca-se à disposição para prestar quaisquer esclarecimentos adicionais que eventualmente se façam necessários.

Atenciosamente,

**GRUPO DE TRABALHO DE TÍTULOS VERDES  
LABORATÓRIO DE INOVAÇÃO FINANCEIRA**