

# Green Bonds



CENTRO DE ESTUDOS EM SUSTENTABILIDADE DA  
FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS (GVces / FGV-EAESP)

**FEBRABAN**

Federação Brasileira de Bancos



# Green Bonds

OUTUBRO DE 2015

**CENTRO DE ESTUDOS EM SUSTENTABILIDADE  
DA FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS (GVces / FGV-EAESP)**

PREPARADO PARA FEBRABAN

# EXPEDIENTE

Realização

**FEBRABAN – Federação Brasileira de Bancos**

Murilo Portugal Filho - **PRESIDENTE**

Mário Sérgio Fernandes de Vasconcelos - **DIRETOR DE RELAÇÕES INSTITUCIONAIS**

Alessandra Panza - **ASSESSORA DA DIRETORIA DE RELAÇÕES INSTITUCIONAIS**

## ORGANIZAÇÃO RESPONSÁVEL PELO ESTUDO

Centro de Estudos em Sustentabilidade da Fundação Getulio Vargas (GVces)

## COORDENADORES DO ESTUDO

Mario Monzoni, Annelise Vendramini

## COLABORAÇÃO

Ricardo Ratner Rochman

## EQUIPE TÉCNICA DO ESTUDO

Fernanda Casagrande Rocha, Paula Peirão, Pedro Bono Milan

## AGRADECIMENTOS

Grupo de Trabalho FEBRABAN

Comissão de Responsabilidade Social e Sustentabilidade

Comissão Intrasetorial

Entidades e instituições: ABRAPP, Anbima, Banco do Brasil, Banco Mundial, BM&F Bovespa, BOAML, BTG, Caixa Econômica Federal, Citi, Climate Bonds Initiative, CNSEG, CVM, ICMA, IDB, IFC, Itaú BBA, Itaú Unibanco Asset, JP Morgan, KPMG, Ministério da Fazenda, Ministério do Meio Ambiente, Morgan Stanley, Previ, PRI, Santander Asset, Santander Brasil, Santander UK e Vigeo

## EDIÇÃO DE ARTE

Marco Antonio Rodrigues (Miolo Editorial)

## REVISÃO

Kátia Shimabukuro (Miolo Editorial)



# SUMÁRIO

<b>SUMÁRIO EXECUTIVO</b>	<b>6</b>
<b>APRESENTAÇÃO</b>	<b>9</b>
<b>I. GREEN BONDS: A EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL</b>	<b>12</b>
1. Características do mercado internacional de GB	17
<b>II. O MERCADO BRASILEIRO DE TÍTULOS DE DÍVIDA E OS GB</b>	<b>24</b>
1. O mercado brasileiro de títulos de dívida	24
2. Os desafios para o mercado de GB no Brasil	28
<b>III. PROPOSTAS PARA VIABILIZAR O DESENVOLVIMENTO DE UM MERCADO DE GB NO BRASIL</b>	<b>34</b>
<b>VI. CONCLUSÕES</b>	<b>38</b>
Referências bibliográficas	39
Anexos	40



# SUMÁRIO EXECUTIVO

O estudo visa contribuir para a discussão sobre as oportunidades e os limites para o desenvolvimento de um mercado de Green Bonds no Brasil, a exemplo da experiência internacional.

A pesquisa contou com revisão bibliográfica, entrevistas com participantes internacionais do mercado de Green Bonds e com organizações no Brasil envolvidas com mercado de capitais, reflexões com membros da FEBRABAN participantes do Grupo de Trabalho organizado e reflexões da equipe GVces.

A primeira parte do relatório apresenta as características de Green Bonds, de acordo com o observado no mercado internacional, a segunda discute as características do mercado brasileiro de dívida corporativa e os desafios para se desenvolver, no Brasil, um mercado para títulos verdes seguindo a experiência internacional. A terceira parte traz as conclusões e propostas para o desenvolvimento desse mercado no Brasil.

## **A experiência internacional: Green Bonds (GB)**

- De 2010 a 2014 foram emitidos 57,9 bilhões de dólares em GB no mercado internacional, o que sinaliza o desenvolvimento e consolidação de um mercado inovador que visa o financiamento de projetos que seguem critérios socioambientais, contribuindo para o desenvolvimento sustentável.
- O mercado de GB está atraindo um novo grupo de investidores interessados na aquisição de títulos que componham parte de suas iniciativas de investimentos verdes.
- Potenciais emissores de GB, aqueles que detectam oportunidades de projetos com adicionalidades socioambientais em seus negócios, são motivados a emitir esta modalidade de título por ganhos reputacionais. A reputação tem a ver com imagem e com confiança/credibilidade. Esse diferencial, por sua vez, pode transformar-se em importante vantagem competitiva para a organização. Além disso, os GB proporcionam o acesso a uma gama maior de investidores comprometidos com investimentos responsáveis.
- O processo de emissão de um GB diferencia-se do de títulos tradicionais, exclusivamente, pela necessidade de contratação do agente *second opinion*. Este deve atestar que o projeto em prospecto atende a critérios socioambientais elegíveis ao enquadramento de GB.
- O mercado internacional de GB se desenvolveu e apresenta-se economicamente viável sem a utilização de mecanismos de incentivos fiscais. Os países onde os GB prosperam contam com características semelhantes, como taxas de juros baixas, menor incerteza macroeconômica e menor risco de mercado, com títulos públicos que entregam níveis mais baixos de remuneração. Nesse cenário, títulos privados entregam rentabilidade atrativa aos investidores e ambiente favorável para a captação de recursos de longo prazo para projetos de investimento de cunho socioambiental. Além disso, a maior consciência quanto as questões socioambientais atraem a atenção de grandes gestores de ativos que buscam rentabilidade, reputação e benefícios compartilhados.
- Destacam-se a segurança jurídica dos mercados de emissão de GB internacionais, a reputação e classificação de risco dos emissores e o histórico de captação por outros instrumentos.
- Os mercados internacionais de GB não requerem uma regulamentação distinta e específica. Assim, ele está calcado em princípios de mercado nos quais a oferta e a demanda por títulos são sustentadas por incentivos percebidos tanto do ponto de vista do emissor quanto do investidor. Trata-se de um ambiente regido pela lógica ganha-ganha, que acima de tudo, entrega benefícios socioambientais para a sociedade.

## **Por que o mercado de GB enfrenta dificuldades de desenvolvimento no Brasil?**

Existem desafios estruturais em comparação com o mercado de capitais internacional ainda são elevados, além de desafios conjunturais que o País enfrenta e que afeta essa classe de investimento.

1. Os títulos de dívida públicos estão em outro patamar de competitividade em relação aos corporativos.
2. A baixa liquidez do mercado secundário no Brasil prejudica o desenvolvimento do mercado de títulos privados.
3. Mercado de investidores concentrado e baixa participação de investidores pessoas físicas e estrangeiros.

4. O processo de colocação de GB no mercado é extenso e possui um custo adicional (*second opinion*).
5. Falta de incentivo para o *underwriter* estruturar um GB em detrimento de uma debênture tradicional.
6. Investidores percebem maior risco associado ao GB no caso de financiamento de um projeto de tecnologia nova.

#### **Por que o Brasil deve envidar esforços para desenvolver um mercado de GB nacionalmente?**

Apesar de a economia brasileira passar, atualmente, por um processo de ajuste macroeconômico – marcado pela desaceleração econômica, elevada taxa de inflação e elevação da taxa básica de juros da economia – o governo busca formas inovadoras de viabilizar o investimento em infraestrutura necessário ao Brasil. Somam-se a este contexto o surgimento de novas oportunidades de negócios e projetos de investimento que, naturalmente, irão demandar recursos financeiros do setor privado. O setor privado necessita encontrar novas formas de captação de recursos, e os GB, à luz da experiência internacional, representam uma forma de diversificação de investimentos e entregam à sociedade benefícios socioambientais compartilhados relevantes para a transição para uma economia sustentável.

## **PROPOSTAS PARA VIABILIZAR O DESENVOLVIMENTO DE UM MERCADO DE GB NO BRASIL**

As recomendações foram categorizadas em i) propostas estruturais; e ii) propostas específicas para GB. Cabe ressaltar que todas as propostas têm por base algumas premissas, explicitadas a seguir:

As premissas adotadas para a elaboração das propostas foram:

**> Agenda estruturante:** Tendo como ponto de partida a conjuntura econômica atual e histórica do Brasil e os desafios apontados nesse estudo, todas as propostas apresentadas são direcionadas à construção de uma agenda estruturante. Essa agenda é pautada pelo médio e longo prazo e visa o desenvolvimento e a competitividade de um futuro mercado de GB no Brasil. Assim, as propostas consideram, no futuro, a convergência de aspectos ligados a conjuntura econômica, como formação de poupança e aumento de liquidez de mercado, em conjunto com a maior preocupação da sociedade e das instituições com a sustentabilidade.

**> GB são produtos derivados do mercado de renda fixa tradicional:** Os GB são títulos tradicionais com adicionalidades socioambientais. Assim, considera-se que o conjunto de propostas específicas para o desenvolvimento do mercado de GB no Brasil está inserido em um contexto mais amplo, o do mercado de títulos de dívida.

**> As propostas de viabilização do mercado de GB foram pensadas de forma a não exacerbar distorções e assimetrias existentes no mercado de renda fixa:** Tendo em vista o exposto acima, as propostas apresentadas não devem contribuir para distorções que impactam preço, transparência e acesso no mercado de renda fixa.

**> Todo ativo do mercado de renda fixa pode, em tese, ser verde:** Entende-se que qualquer ativo de renda fixa transacionado no mercado de capitais pode configurar-se como um ativo verde à medida que contribua para o financiamento de uma economia sustentável e seja atestado por um agente *second opinion*. No entanto, para beneficiar-se desse rótulo, a adicionalidade socioambiental deve ser mensurável e verificada, garantindo a transparência no destino dos recursos captados que, por sua vez, deve estar alinhado aos princípios do desenvolvimento sustentável.

**> Todo ativo deve possuir condição de risco/retorno competitiva em relação a um título tradicional:** Para dialogar com o *mainstream* e efetivamente desenvolver um mercado de títulos verdes no Brasil a relação risco/retorno deve ser comparável e competitiva em relação aos ativos tradicionais.

**> Definição de um padrão para o conceito de adicionalidade socioambiental e KPIs:** Ainda existe certa subjetividade no enquadramento de projetos que atendam aos critérios de adicionalidade socioambiental. É necessária a definição de um protocolo de critérios de elegibilidade que dialogue com o setor financeiro e que seja produtivo para um título ser considerado “verde”. Além disso, é crucial que os critérios sigam parâmetros internacionais já amplamente utilizados.

Para iniciar o processo de emissão de GB no Brasil, sugere-se **realizar engajamento com empresas que já possuam práticas de sustentabilidade, bom rating de crédito e necessidade de captação**

**de recursos.** Os GB além de financiarem projetos específicos com adicionalidades socioambientais também podem ser utilizados para o financiamento de uma estratégia completa de sustentabilidade de uma empresa.

### PROPOSTA ESTRUTURAIAS

Tendo em vista o trabalho que tem sido desenvolvido pela Anbima em conjunto com a CVM para melhorias estruturantes no mercado de capitais como um todo, os GB se beneficiariam com a:

1. Diminuição da assimetria de incentivos tributários para diferentes classes de investimento.
2. Redução de entraves para colocação de títulos de dívida no mercado.
3. Melhoria de liquidez no mercado secundário.

No entanto, cabe ressaltar algumas propostas específicas para o desenvolvimento do mercado de GB no Brasil, levando em consideração a superação dos desafios conjunturais e estruturantes que o mercado de renda fixa brasileiro necessita.

### PROPOSTAS ESPECÍFICAS PARA GB

1. **Criação de diretrizes uniformes de enquadramento de GB:** No caso de um projeto enquadrado nesses critérios, a empresa poderia passar por um *fast track* e emitir o título com mais rapidez como recompensa. As diretrizes uniformes também impactariam positivamente o trabalho do *underwriter*, que teria uma forma mais clara de estruturar os produtos. Assim, recomenda-se o desenvolvimento de um subcapítulo nas normas e diretrizes que regem as debêntures padronizadas que explicita critérios e indicadores de projetos com adicionalidades socioambientais. Tais diretrizes uniformes podem ser inspiradas na experiência internacional e adaptadas para o contexto brasileiro.
2. **Desenvolvimento de agentes *second opinion* locais:** É relevante o fomento à criação de agentes de *second opinion* nacionais, que possam trabalhar em conjunto com os internacionais, criando uma rede competitiva localmente.
3. **Melhoria na percepção de risco por parte dos investidores relacionados a projetos socioambientais, por meio de garantias proporcionadas por instituições multilaterais:** Agências multilaterais, alguns fundos setoriais nacionais já existentes e o BNDES poderiam ser garantidores de algumas operações de GB com o objetivo de difundir os títulos verdes no mercado nacional.
4. **Fomento de investidores-âncoras para emissões de GB:** Realizar engajamento com os investidores signatários do PRI (Principles for Responsible Investment) para auxiliar no aumento da demanda por parte deles. As instituições multilaterais também poderiam contribuir na estruturação do processo de engajamento com investidores âncoras.
5. **Avanço na disseminação da informação para os agentes envolvidos no mercado de GB:** Realizar um trabalho de conscientização e disseminação de informações relativas a GB junto a emissores, *underwriters* e investidores.

O conjunto de premissas e propostas apresentadas acima visam o desenvolvimento de um mercado de GB com soluções criadas pelos próprios agentes envolvidos e sem o auxílio de incentivos fiscais proporcionados pelo governo. Trata-se da construção de uma agenda estruturante e de longo prazo, que deve possibilitar o desenvolvimento de um mercado com pouca ou sem distorções.

A experiência internacional no contexto dos GB inspira o desenvolvimento de um mercado sem a necessidade de incentivos fiscais. Internacionalmente, o mercado avança com base na condição do custo/benefício, na qual investidores são atraídos por taxas que podem competir com os títulos tradicionais e valorizam o uso responsável na alocação dos recursos. O Brasil, mesmo com suas particularidades, deve avançar no estabelecimento do mercado de GB, inspirado por essa realidade internacional.

Acima de tudo, é crucial que o mercado de GB no Brasil desenvolva-se com credibilidade, garantindo que os recursos sejam aplicados em projetos alinhados aos princípios da sustentabilidade. Sendo assim, o papel do agente *second opinion* é chave, e o mercado enfrenta o desafio de encontrar soluções que viabilizem este trabalho.



# APRESENTAÇÃO

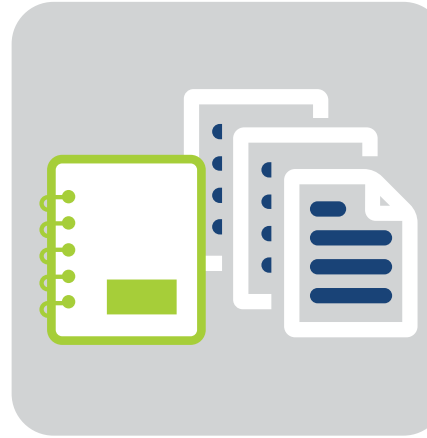
Em 2014, a FEBRABAN e o GVces estabeleceram uma parceria para analisar os caminhos possíveis para se alavancar a transição para uma Economia Verde no Brasil, por meio do Setor Financeiro Nacional.

Como resultado dessa parceria, foi publicado, em abril de 2015, um livro que apresenta o resultado de três estudos complementares sobre o tema: o volume de recursos alocados pelo Setor Financeiro na Economia Verde em 31/12/2013, o quadro institucional e regulatório do País para o Setor Financeiro Nacional com relação ao tema, e a relação entre finanças e sustentabilidade em dois setores e dois temas da economia: agronegócio, energias renováveis, biodiversidade e cidades. Dando continuidade à parceria entre a FEBRABAN e o GVces, o presente estudo visa contribuir para a discussão sobre as oportunidades e os limites para o desenvolvimento de um mercado de Green Bonds no Brasil, a exemplo da experiência internacional.

A pesquisa foi realizada por meio de: i) **revisão bibliográfica**, em particular relatórios sobre emissões internacionais de Green Bonds e prospectos; ii) **entrevistas** realizadas com participantes internacionais do mercado de Green Bonds e com organizações no Brasil envolvidas com mercado de capitais, incluindo empresas privadas, organizações setoriais, bancos, investidores e governo; iii) **reflexões** com membros da FEBRABAN participantes do Grupo de Trabalho organizado para esse projeto; iv) **reflexões internas** da equipe GVces.

Este relatório está dividido da seguinte forma: na primeira parte, são apresentadas as características de Green Bonds, de acordo com o observado no mercado internacional. Na segunda, são discutidas as características do mercado brasileiro de dívida corporativa e os desafios para se desenvolver, no Brasil, um mercado para títulos verdes seguindo a experiência internacional. Na terceira parte, como conclusões, são apresentadas propostas para o desenvolvimento desse mercado no Brasil.







# I. GREEN BONDS: A EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL

Desenvolvidos no mercado internacional, GB configuram-se como uma nova forma de diversificação de investimentos.

A sustentabilidade é um tema de crescente importância nas decisões corporativas. O mercado de capitais pode ser uma importante ferramenta para o financiamento de projetos com adicionalidades socioambientais. Ele promove o acesso a diversas fontes de captação de recursos, dentre elas as emissões de títulos de dívida, modalidade de financiamento dentre as mais econômicas de acesso a financiamento externo, e por isso, é frequentemente utilizada no meio corporativo<sup>1</sup>.

Um título de dívida tradicional é um instrumento de renda fixa, no qual o emissor do título capta um montante fixo de recursos financeiros de investidores durante um período de tempo previamente definido, restituindo o capital ao investidor na maturidade do título, e remunerando com pagamento de juros (cupons) ao longo do período. No entanto, um mercado de títulos “verdes” está crescendo rapidamente no mundo, e seu potencial já é estimado em 100 trilhões de dólares<sup>2</sup>. A principal diferença entre os títulos tradicionais e os títulos “verdes”, chamados Green Bonds (GB), é o destino dos recursos captados.

Na emissão de GB, o emissor capta recursos para financiar exclusivamente projetos sustentáveis, tais como energia renovável, eficiência energética, gestão sustentável de resíduos, transporte de baixo carbono, projetos florestais etc. Os títulos também podem ser usados para financiar projetos com benefício social, como a melhoria da saúde e dos serviços sociais. Veja mais sobre os destinos dos recursos nos Anexos.

Há duas principais fontes de especificações que auxiliam no enquadramento de projetos elegíveis para GB: o Green Bond Principles e o Climate Bonds Standard. O Green Bond Principles é uma iniciativa voluntária que determina diretrizes, clarificando a abordagem para a emissão de um GB. Ela recomenda transparência e divulgação, além de promover a integridade no mercado. Seu comitê executivo reúne representantes dos emissores, investidores e intermediários no mercado de GB e conta com o apoio da Associação Internacional do Mercado de Capitais (ICMA). São signatários dessa iniciativa mais de cem instituições entre elas BlackRock Inc., KfW, European Investment Bank, World Bank, Bank of America - Merrill Lynch e JP Morgan Chase & Co. Veja a lista completa dos signatários do Green Bond Principle nos Anexos.

A Climate Bonds Standard é uma ferramenta que permite avaliar a integridade ambiental dos títulos que visam à mitigação e à adaptação às mudanças do clima. São apresentados critérios de elegibilidade para investimentos em energia solar e eólica, transporte e edifícios de baixo carbono (*green building*). São parceiros dessa iniciativa 34 instituições tais como Rabobank, Credit Suisse, Bloomberg, Allianz, entre outras. Veja a lista dos parceiros da Climate Bonds Standard nos Anexos.

Quando os títulos emitidos visam mitigar especificamente os impactos das mudanças climáticas, são frequentemente denominados no mercado mundial como Climate Bonds. Dentro dessa perspectiva, eles possuem o objetivo de mitigar emissões de gases de efeito estufa (GEE) em novos projetos, ou adaptar projetos atuais para reduzir as emissões de GEE, permitindo ganhos em eficiência operacional com baixo impacto ambiental<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> (Petrasek, 2010)

<sup>2</sup> (Climate Bonds Initiative, acesso em 2015b)

<sup>3</sup> (Mathews & Kidney, 2010)

Deste modo, os GB oferecem uma nova forma de diversificação de investimentos. Os títulos podem ser emitidos por governos, bancos, instituições supranacionais e corporações públicas e privadas, e as condições de remuneração e características são definidas no processo de emissão.

Os títulos podem ser estruturados de quatro maneiras distintas: Green Use of proceeds Bonds, Green Use of proceeds Revenue Bonds, Green Project Bonds ou Green Securitized Bonds. Suas respectivas características são detalhadas na **Tabela 1**.

**TABELA 1. CLASSIFICAÇÕES DE GREEN BONDS**

TIPO	DESTINO DOS RECURSOS	GARANTIAS DOS TÍTULOS
Green Use of Proceeds Bonds	Destinado a projetos sustentáveis	Garantido pelo emissor, e avaliação e nota de risco de crédito por agências independentes
Green Use of Proceeds Revenue Bonds	Destinado a projetos sustentáveis	Fluxo de caixa do projeto como garantia da operação
Green Project Bonds	Projeto sustentável específico	Ativos do projeto e informações financeiras
Green Securitized Bonds	Destinado a projetos sustentáveis ou algum projeto sustentável específico	Grupo de ativos e fluxos de caixa

▲ FONTE: CLIMATE BONDS INITIATIVE

Vale destacar os Green Corporate Bonds que, mais que projetos específicos, visam financiar toda a estratégia de sustentabilidade de uma empresa. Esses títulos enquadram-se em *Green Use of proceeds Bonds*.

**O diferencial dos GB não é captar recursos de forma mais barata, mas ser um sinalizador para aplicação de recursos em projetos economicamente viáveis e responsáveis do ponto de vista socioambiental.**

Para atrair o interesse dos investidores, companhias interessadas em emitir GB encaram a modalidade de captação de recurso de forma semelhante a um título de dívida tradicional. Apesar de os recursos captados serem destinados aos projetos com adicionalidades socioambientais, os rendimentos oferecidos aos investidores são compatíveis com títulos tradicionais disponíveis no mercado.

Desse modo, a principal motivação para emissão de um GB está relacionada a aspectos reputacionais, já que não se trata de uma emissão com taxas mais baixas. Com a emissão de títulos verdes, as empresas demonstram seu comprometimento com aspectos socioambientais e constroem uma boa imagem corporativa. Além disso, conseguem acessar uma gama maior de investidores: os engajados em questões socioambientais.

Do ponto de vista dos investidores, a motivação em adquirir um GB está associada à possibilidade de diversificação da carteira de seus investimentos, acessando projetos rentáveis com adicionalidades socioambientais e maior transparência na aplicação dos recursos financeiros. Mais do que isso, a motivação também está associada ao cumprimento de mandatos específicos de investidores relacionados ao conceito de Socially Responsible Investment (SRI). Diversos investidores seguem orientação específica limitando a composição de sua carteira a investimentos que considerem as consequências socioambientais. Esse conceito cria valor para o investidor e para a sociedade.

Ademais, ao investirem em GB, os investidores participam de projetos signatários dos Princípios para o Investimento Responsável (PRI). O PRI visa ajudar a integrar temas ambientais, sociais e de governança (ESG) nas tomadas de decisão de investimento e práticas de propriedade, e por meio disso, aperfeiçoar os retornos de longo prazo aos beneficiários.

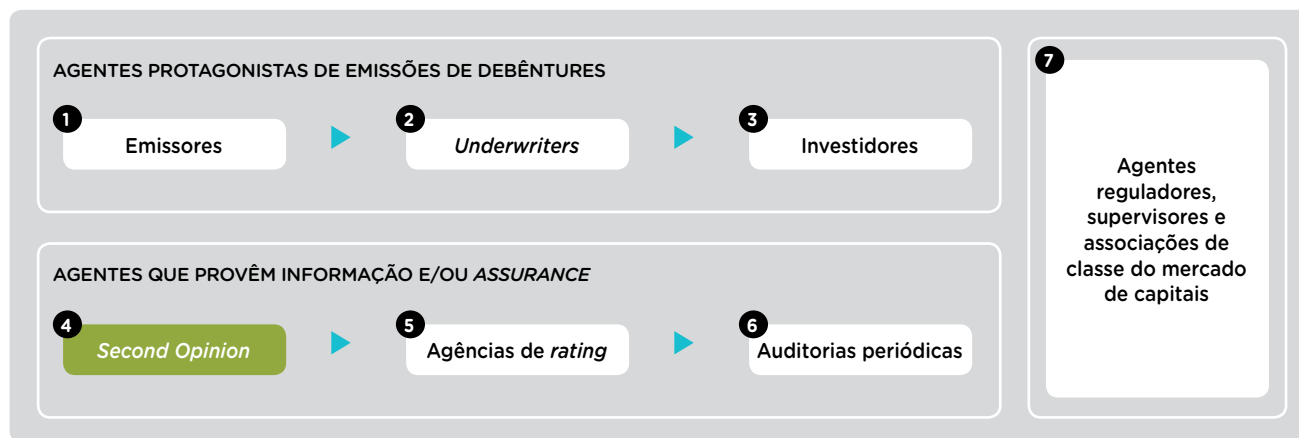
**A emissão de GB possui particularidades em relação às emissões tradicionais e, portanto, demandam a participação de um agente adicional no processo e que impactam os custos de emissão do título.**

A emissão de um GB decorre da necessidade de recursos financeiros por um potencial emissor, que identifica e define um projeto elegível com adicionalidades socioambientais. Para emitir um título tradicional os agentes envolvidos no processo englobam os emissores, os *underwriters*,

## GREEN BONDS (GB)

os investidores, as agências de *ratings*, as auditorias periódicas e, por fim, os agentes reguladores. No entanto, uma emissão de GB requer o envolvimento de um agente específico que não está presente em uma emissão de título tradicional: o agente que provê a chamada *second opinion*. A **Figura 1** ilustra os participantes típicos em um processo de emissão de GB e abaixo são detalhadas as características e atividades de cada um.

**FIGURA 1.** PARTICIPANTES TÍPICOS EM EMISSÕES DE GREEN BONDS  
MERCADO DE CAPITAIS



▲ FONTE: GVCES

**1 Emissores:** São instituições que possuem um potencial projeto com adicionalidades socioambientais e optam por uma emissão de GB para captar recursos, arcando com os custos adicionais desta modalidade de emissão. Os principais emissores de GB são corporações privadas, instituições supranacionais e bancos de desenvolvimento multilaterais. Além desses participantes, países, estados e municípios captam recursos via emissão de GB por meio de suas instituições.

**2 Underwriters:** São instituições que assumem um papel de destaque na emissão de um GB. São escolhidos pelo emissor para atuar como coordenador líder da operação, responsável pelo desenvolvimento da estrutura, preço e emissão do título no mercado. A estruturação da operação conta com a definição das características dos títulos, como a maturidade e cupom de pagamento. O preço do título é estimado após medir o interesse dos investidores pelos títulos e ajustar o rendimento de modo que seja atraente tanto para o emissor quanto para o investidor. O processo inclui a apresentação da operação aos potenciais investidores, permitindo, diante do interesse, o desenvolvimento do processo de registro de intenções de compra dos investidores<sup>4</sup>.

**3 Investidores:** As características dos GB estão atraindo a atenção de diversos investidores. Dentre eles, estão os fundos institucionais de investimento, investidores especialistas em ESG, corporações, governos e investidores de varejo<sup>5</sup>. Entre os principais investidores de GB do mercado internacional estão BlackRock, Pax World Management, 3M Company (*corporate*), Pfizer (*corporate*), California State Treasury's Office, Standish Mellon Asset Management, CalSTRS State Street Global Advisors, Calvert Investments, Microsoft (*corporate*), Zurich Insurance Group, entre outros<sup>6</sup>.

**4 Agentes *Second Opinion*:** São instituições que avaliam e atestam as características de sustentabilidade dos projetos para os quais os recursos captados serão destinados<sup>7</sup>. Fornecem detalhes aos investidores sobre as características de investimento, apontando os motivos pelos quais o projeto se habilita a uma emissão GB. A instituição analisa o desempenho corporativo social do emissor, discute os principais questionamentos sobre o projeto e analisa a capacidade do emissor de mitigar os riscos potenciais do projeto. O serviço de uma instituição de *second opinion* não é obrigatório em uma emissão de GB, porém adiciona credibilidade ao processo. O trabalho desempenhado por estas instituições pode se estender para o monitoramento e auditoria do projeto.

4 (DTCC, 2004)

5 (Climate Bonds Initiative, acesso em 2015a.)

6 (Goldman Sachs, 2014)

7 (Climate Bonds Initiative, acesso em 2015)

No mercado internacional, 63% das operações realizadas totais contrataram o serviço de um agente de *second opinion*<sup>8</sup>.

**5 Agências de rating:** São instituições que fornecem avaliações de crédito, pesquisas, ferramentas e análises, que contribuem para a transparência e integração dos mercados financeiros, por isso são importantes no mercado de capitais. As emissões de GB estão sujeitas ao risco de crédito. O risco se traduz na possibilidade de o investidor incorrer em perdas financeiras, caso o emissor não responda, no vencimento do título, pelas obrigações assumidas. As agências de classificação de risco, apesar de ainda não incorporarem questões socioambientais em suas análises, operam sob um conjunto de parâmetros e procedimentos que fundamentam a avaliação do nível de risco de um tomador de recursos. Essa atividade se traduz em uma medida de risco, chamada de classificação de risco ou *rating*, que representa um grau de expectativa de risco de *default* do tomador. A classificação de risco é, portanto, uma consideração quanto à qualidade geral do crédito de um emissor com base em fatores de risco relevantes<sup>9</sup>. Para o emissor de um GB, é importante obter uma classificação de risco de crédito de uma agência de classificação reconhecida mundialmente, a fim de gerar liquidez para seus títulos. Dado que os títulos verdes são instrumentos de financiamento de longo prazo, o risco de reputação para os emissores se estende por toda a vida dos títulos, assim, o efeito da classificação de risco do emissor irá se refletir no volume ofertado, maturidade e remuneração dos títulos.

**6 Auditorias periódicas:** São auditorias especializadas que agem analisando informações financeiras e operacionais em conformidade com normas internacionais de auditoria, como o International Standard on Assurance Engagements 3000 (ISAE 3000)<sup>10</sup>. O papel desses agentes é reconhecido pelo Green Bond Principles como a forma mais rigorosa de avaliação de projetos<sup>11</sup>. O rigor do trabalho do agente fiscalizador garante qualidade e independência, e assegura que as ações dos agentes são genuinamente independentes do emissor do título. Além disso, esse trabalho proporciona aos investidores a confiança de que os processos de acompanhamento e gestão dos recursos são sólidos<sup>12</sup>.

Para o início da operação, um prospecto da emissão é desenvolvido. Ele conta com informações sobre o emissor, uma breve seção sobre o *underwriting*, e a estrutura da oferta. Uma vez aprovado, o prospecto da emissão pode ser enviado aos bancos de investimento e apresentado ao mercado de capitais. Em seguida, ocorre a etapa de registro oficial da operação. O emissor envia uma declaração de registro ao órgão regulamentador do mercado financeiro com uma provisão do tamanho da oferta. A partir deste momento, o emissor pode vender todos os títulos no primeiro dia de oferta ao mercado, ou ao longo de um período pré-determinado, geralmente de dois anos. Este processo é acompanhado por relatórios anuais e trimestrais da movimentação de venda dos títulos<sup>13</sup>.

O *underwriter* tem a prerrogativa da distribuição dos papéis para os diversos investidores no mercado. Ele define uma faixa indicativa de preços e convida os investidores a apresentarem suas ordens de compra, nas quais cada ordem de compra compreende a quantidade desejada de títulos para cada faixa de preço. Ao final do processo, o *underwriter* fixa um preço único de emissão e aloca os lotes de forma discricionária<sup>14</sup>.

Durante o processo de estruturação realizado pelo *underwriter*, o emissor dos títulos deve apresentar a definição clara do uso dos recursos (*use of proceeds*) em um projeto com adicionalidades socioambientais. A definição do destino dos recursos é acompanhada por um processo de avaliação do projeto que visa certificar as características socioambientais do projeto. O objetivo da captação deve atender aos critérios de elegibilidade, estando de acordo com as questões ambientais, sociais e de governança corporativa (ESG). Além disso, devem ser definidos os indicadores-chave de desempenho (Key Performance Indicator- KPI).

<sup>8</sup> (Climate Bonds Initiative, acesso em 2015)

<sup>9</sup> (S&P, 2015)

<sup>10</sup> <https://www.ifac.org/publications-resources/international-standard-assurance-engagements-isa-3000-revised-assurance-eng>

<sup>11</sup> (Green Bonds Principles, 2014)

<sup>12</sup> (KPMG, 2015)

<sup>13</sup> (DTCC, 2004)

<sup>14</sup> (Benveniste & Spindt, 1989)

As características diferenciadas dos projetos e a atuação do agente *second opinion* no processo de emissão fazem com que os custos de emissão associados a um GB tendam a ser maiores do que os custos de emissão de um título de dívida tradicional. Os custos adicionais se justificam pelo processo de identificação da necessidade dos recursos, da avaliação e seleção das características socioambientais dos projetos, acompanhamento, monitoramento, gerenciamento dos recursos e divulgação de informações aos investidores.

### **A remuneração oferecida pelos GB e sua maturidade está alinhada com os títulos tradicionais de renda fixa.**

A classificação de risco do emissor e a maturidade dos títulos são os aspectos de maior influência na remuneração final paga aos investidores de títulos de dívida. Os GB remuneram o capital principal via pagamentos de juros definidos no processo de emissão, e podem ser realizados apenas na data de vencimento do título ou em períodos definidos ao longo da maturidade.

A remuneração em forma de juros pode ser pré-fixada (Fixed Rate Bond) ou pós-fixada (Floating Rate Bond)<sup>15</sup>. Títulos pré-fixados são aqueles cuja a remuneração total em forma de juros é definida e divulgada no processo de emissão, e serve para toda a maturidade do título. Os títulos pré-fixados garantem maior previsibilidade no recebimento de juros, no entanto, estão sujeitos a choques de taxas de juros e choques inflacionários. Já os títulos pós-fixados, por sua vez, buscam suavizar os efeitos da variação da taxa de juros e da inflação, associando parte da remuneração do título a um índice que reflete a variação destes fatores. Nesse caso, não é possível determinar a remuneração total no ato de emissão, apenas na maturidade do título.

Tradicionalmente, os índices de taxas de juros seguem as taxas de juros praticadas entre instituições financeiras do mercado de emissão, que usualmente referenciam as demais taxas de juros praticadas na economia. Os índices de referência atrelados a taxas de juros visam ajustar a remuneração dos títulos frente à variação da taxa de juros da economia local. Já os índices de inflação buscam acompanhar a variação da inflação de determinada economia corrigindo o valor de cada pagamento de cupom na data de vencimento.

A maturidade média das emissões de GB é de 7 anos<sup>16</sup>, acompanhando a de títulos tradicionais.

### **GB podem apresentar riscos adicionais a um título de dívida corporativa convencional segundo a natureza de projetos com adicionalidades socioambientais.**

Assim como os títulos de dívida tradicionais, os GB estão expostos a riscos da estruturação, de crédito, de liquidez de mercado. Os títulos relacionam o valor do principal e juros com taxas de câmbio, preços de *commodities*, taxas de juros internas e externas, eventos de crédito, comportamento de índices, dentre outros eventos que podem levar o emissor a resgatar o título antecipadamente.

O risco de crédito pode se consolidar no momento em que o emissor enfrenta um evento de *default*, afetando a capacidade de crédito e impondo perdas aos detentores de títulos. O risco de *default* é considerado um risco do emissor dos títulos, pois está associado às características intrínsecas do tomador dos recursos.

O título pode enfrentar, também, o risco de liquidez de mercado. Os preços dos títulos no mercado secundário são afetados por muitos fatores, incluindo expectativas de taxas de juros e cenários macroeconômicos futuros. Títulos com maturidade longa são mais afetados e podem ser negociados a preços mais baixos do que o preço de emissão, impondo perdas aos detentores dos títulos que desejam converter o título em dinheiro antes do prazo de vencimento. Além disso, detentores dos títulos podem encontrar dificuldades em vender os títulos antes do prazo de vencimento a preços que reflitam a opinião do detentor sobre o valor justo dos títulos.

No entanto, um projeto com adicionalidades socioambientais, alvo de um GB, pode gerar uma

15 (WorldBank, 2013)

16 (Climate Bonds Initiative, acesso em 2015b)



percepção de risco mais elevada. Isso ocorre pelo fato de GB financiarem, por exemplo, novas tecnologias sobre as quais ainda se desconhecem a *performance* de um potencial projeto. Quando os projetos possuem uma elevada percepção de risco, garantias adicionais são necessárias. Além disso, no caso de projetos menores como os de eficiência energética, a relação risco retorno fica muitas vezes prejudicada. Os *ratings* de crédito tradicionais poderiam auxiliar na compreensão desses riscos, incorporando critérios socioambientais em suas análises. Ainda, o agrupamento de projetos segundo sua natureza (por exemplo, eficiência energética) proporcionaria escala nas operações e uniformidade ao risco.

## 1. CARACTERÍSTICAS DO MERCADO INTERNACIONAL DE GB

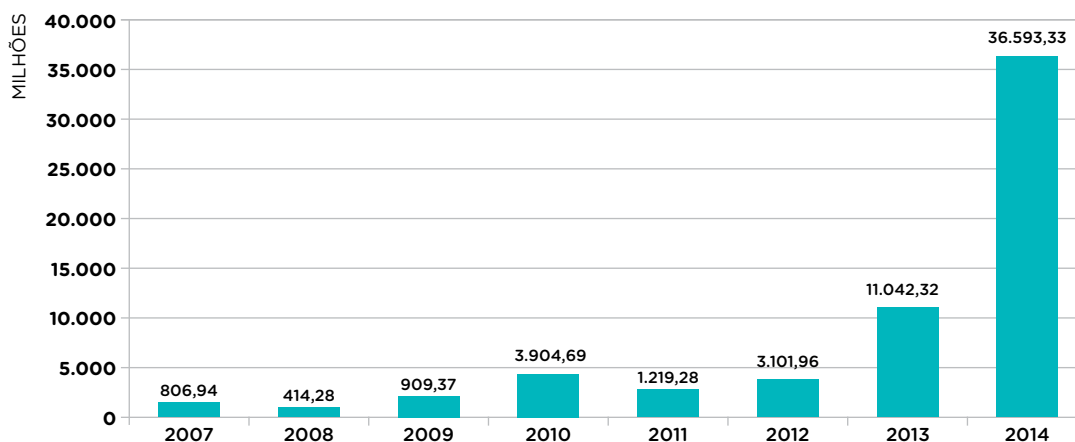
O mercado mundial de GB cresce em ritmo acelerado, especialmente após 2013, e sinaliza a oportunidade para corporações públicas e privadas captarem recursos financeiros para financiar projetos com adicionalidades socioambientais, nos quais os ganhos gerados são compartilhados com toda a sociedade.

**De 2007 a 2014, as emissões GB internacionalmente somaram 57,9 bilhões de dólares. O pico se deu em 2014, com a emissão de 36,5 bilhões de dólares<sup>17</sup>.**

As primeiras emissões estruturadas de GB ocorreram em 2007, por iniciativa do European Investment Bank (EIB) e World Bank. Foram emitidos 600 milhões de euros em GB em resposta à demanda de fundos de pensão por projetos com adicionalidade socioambientais. Desde a primeira emissão, denominada Climate Awareness Bond (CAB), o EIB já captou mais de 3,4 bilhões de euros para investimentos em projetos que tenham viés socioambiental<sup>18</sup>.

No período de 2007 a 2012, o mercado mundial de GB cresceu de forma discreta, desenvolvendo-se efetivamente a partir de 2013. O fator decisivo para impulsionar o mercado mundial de GB foi a emissão de títulos por empresas privadas. Com projetos de investimentos mais sustentáveis, as corporações privadas acessaram o mercado pela primeira vez e fizeram triplicar o mercado de GB em 2013. De 2007 a 2014 foram emitidos 57,9 bilhões de dólares em GB por meio de 332 operações. A **Figura 2** apresenta a evolução do mercado de GB neste período.

**FIGURA 2.** CRESCIMENTO MUNDIAL DAS EMISSÕES DE GB (MILHÕES DE US\$)



▲ FONTE: CLIMATE BONDS INITIATIVE

<sup>17</sup> (Climate Bonds Initiative, acesso em 2015a.)

<sup>18</sup> (EIB, 2014)

## GREEN BONDS (GB)

O amadurecimento do mercado de GB permitiu, em 2014, a emissão de títulos de alto rendimento, ou seja, títulos com maior exposição ao risco de inadimplência emitidos por uma empresa sem grau de investimento atribuído por uma agência de classificação de risco. Abengoa Greenfield, empresa espanhola de serviços de energia renovável emitiu com sucesso o primeiro título de alto rendimento, e viabilizou a captação de 500 milhões de euros para financiar seus projetos. Um título de alto rendimento está exposto a maior risco, mas também oferece maior retorno, atributo que despertou a atenção de um grande número de investidores.

O recorde de 36,5 bilhões de dólares em GB emitidos em 2014, alimentou corporações e viabilizou inúmeros projetos com adicionalidades socioambientais. Nesse ano foram realizadas 143 operações, de diversos emissores em diferentes setores e em diversas moedas, (dólar americano e australiano, coroa sueca, coroa norueguesa, entre outras moedas). Em 2015, o mercado de GB vem mantendo uma forte atividade contando com mais de 10 transações em janeiro e fevereiro.

Veja uma amostra das emissões de GB e seus detalhes na **Tabela 2** e **Tabela 3** abaixo:

**TABELA 2. AMOSTRA E DETALHES DE OPERAÇÕES DE GB**

TRADE DATE	EMISSION	RATING S&P/ MOODY'S	SETOR	MOEDA	VALOR MILHÕES	CUPOM (%)	VENCIMENTO	SUPER SUBSCRIÇÃO	NEUWISSUES PREMIUM	LAUNCH SPREAD VS. MS (BPS)
24/set/14	Abengoa (GB)	B/B2	Engenharia e Construção	EUR	265	5,500	1º/out/19	-	-	472
26/jun/14	Hera Spa (Green)	BBB/Baa1	Utility	EUR	500	2,375	4/jul/24	3,4x	20	100
12/mai/14	GDF Suez (GB)	A/A1	Utility	EUR	1200	1,375	19/mai/20	3,1x	5	42
12/mai/14	GDF Suez (GB)	A/A1	Utility	EUR	1300	2,375	19/mai/26	2,9x	0	60
8/abr/14	Iberdrola (Green)	BBB/Baa1	Utility	EUR	750	2,500	24/out/22	4,0x	2	97
19/mar/14	Unilever (GB)	A+/A1	Bens de	GBP	250	2,000	19/dez/18	3,5x	-1	67 (vs. Gilts)
19/fev/14	Unibail Rodamco (GB)	A/NR	Consumo RBT	EUR	750	2,500	26/fev/24	3,6x	6	78
20/nov/13	EDF (GB)	A+/Aa3	Utility	EUR	1400	2,250	27/abr/21	1,6x	15	75

▲ FONTE: SANTANDER

**TABELA 3. INFORMAÇÕES DA EMISSÃO DE GB POR UNILEVER**

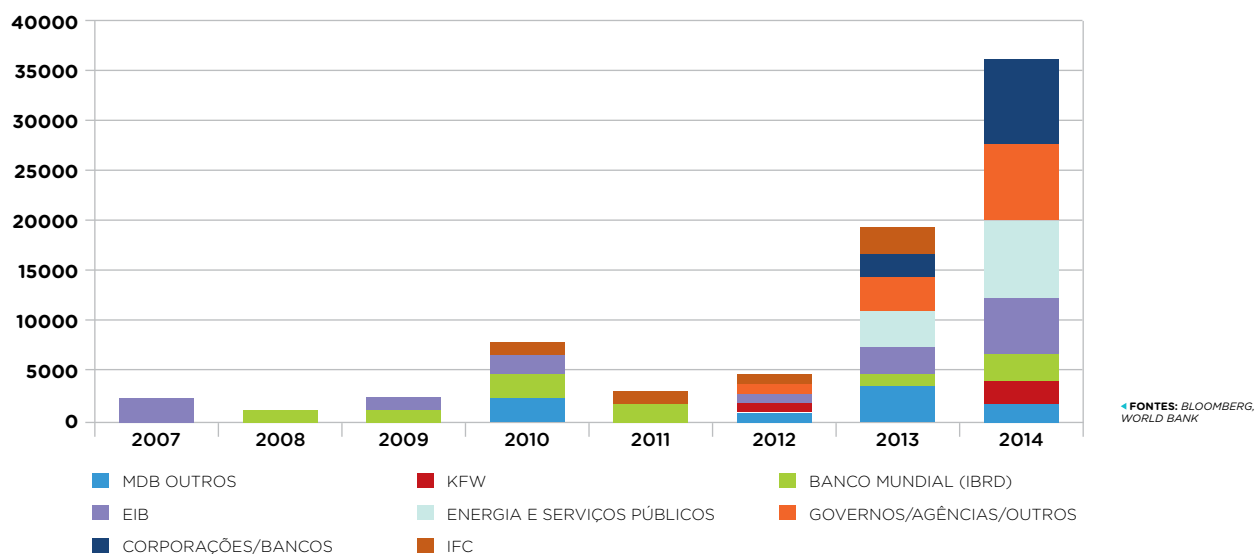
<b>EMISSION:</b>	<b>Unilever PLC</b>
Garantidor:	Unilever NV and Unilever United States, Inc.
Valor:	GBP 250 milhões
Rating (Moody's/S&P):	A1 / A+ all stable
Pricing date:	19/mar/2014
Maturidade:	19/dez/2018
Formato:	Taxa fixa
Reoffer Spread:	Gilts +67 bps
Benchmark:	UKT 5.000% Mar 2018
Reoffer Yield:	2,063% semianual / 2,074% anual
Cupom:	2,000% anual
Reoffer price:	99,675%
Denoms / Listing:	100k + 1k / Londres e Amsterdã
Use of Proceeds:	Projetos ambientalmente sustentáveis - GL realizou <i>second opinion</i>

▲ FONTE: SANTANDER

**Os principais emissores de GB no mercado mundial são o European Investment Bank (EIB) e o International Bank for Reconstruction and Development (IBRD).**

Os principais emissores de GB no mercado internacional são corporações privadas, instituições supranacionais e bancos de desenvolvimento multilaterais (MDB - Multilateral Development Bank). Além destes participantes, países, estados e municípios também podem captar recursos via emissão de GB por meio de suas instituições. A **Figura 3** apresenta as emissões de GB por ano e seus respectivos emissores:

**FIGURA 3.** EMISSÃO ANUAL DE GB POR TIPO DE EMISSOR (MILHÕES DE US\$)



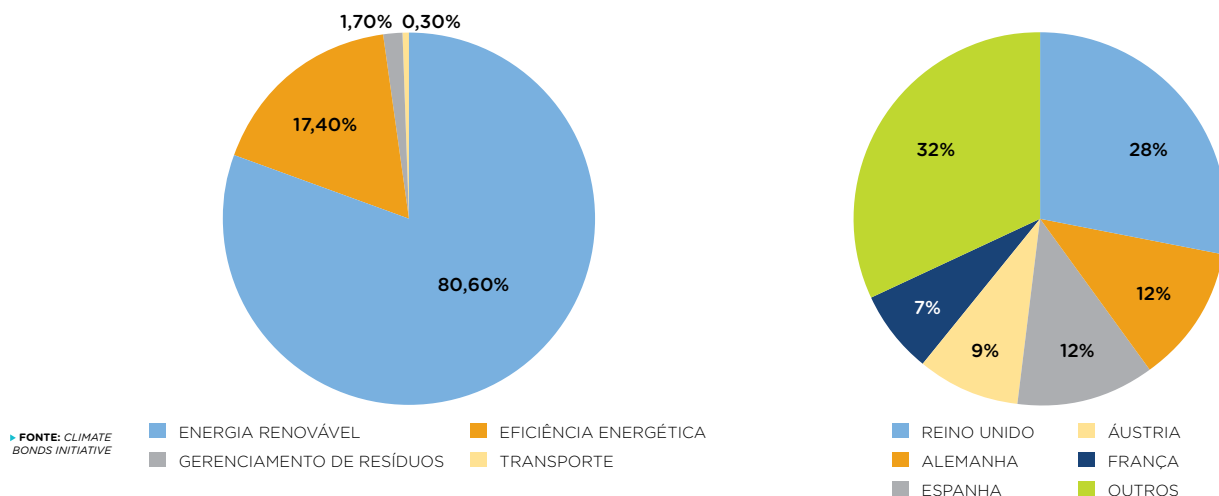
O EIB é líder em captação de recursos via GB para financiamento de projetos de baixo impacto climático. Os recursos captados pelo banco estão concentrados em projetos de energias renováveis e eficiência energética. Em fevereiro de 2015, a instituição captou 500 milhões de libras esterlinas com remuneração pós-fixada (Floating Rate Bond) de 0,07% ao ano, mais remuneração correspondente à variação da GBP Libor (British Pound Sterling Libor), taxa de juros interbancária britânica.

O IBRD, organização internacional estabelecida pelo World Bank em 1945, emitiu, em fevereiro de 2015, 30 milhões de euros para projetos de desenvolvimento econômico sustentável e redução de pobreza ao redor do mundo. A remuneração dos títulos foi pré-fixada (Fixed Rate Bond) de 1,03% ao ano, com maturidade de longos 30 anos.

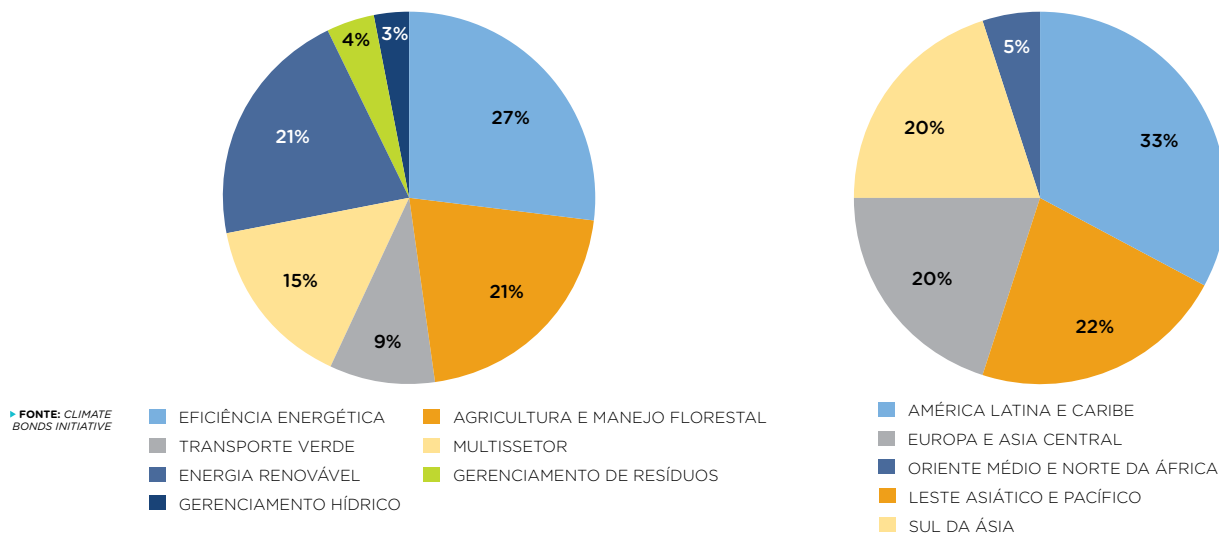
**Projetos de energia renovável e eficiência energética lideram os investimentos captados por meio de emissões de GB no mundo.**

Para exemplificar a alocação de recursos em projetos com adicionalidades socioambientais, a **Figura 4** e a **Figura 5** apresentam o destino dos recursos captados por dois grandes emissores mundiais de GB, EIB e o IBRD, respectivamente.

**FIGURA 4.** DESTINO DOS RECURSOS CAPTADOS PELO EIB VIA EMISSÃO DE GB



**FIGURA 5.** DESTINO DOS RECURSOS CAPTADOS PELO IBRD VIA EMISSÃO DE GB



Pelos exemplos é possível observar grande concentração de investimentos em projetos ligados à eficiência energética e energia renovável, no entanto, diversos outros projetos de investimento estão se beneficiando dos recursos captados via GB. Em termos geográficos, a aplicação dos recursos é pulverizada, mas América Latina e Caribe recebem a maior parte dos investimentos oriundos desses títulos.

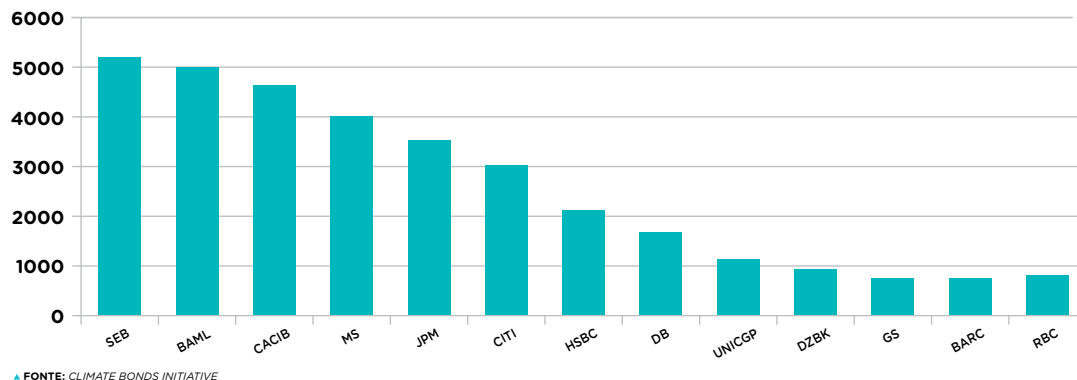
**Entre 2013 e 2014, os principais underwriters no mercado de GB foram o Skandinaviska Enskilda Banken (SEB) e o Bank of America Merrill Lynch.**

O *underwriter* possui um papel de extrema importância no processo de emissão de um GB, sendo o responsável pela estruturação da operação e apresentação aos potenciais investidores. Entre 2013 e 2014, período de maior montante emitido, o subscritor de maior presença no mercado mundial foi o SEB, responsável por estruturar aproximadamente 4 bilhões de dólares em GB.

O SEB, primeiro banco privado da Suécia, apresenta forte presença no competitivo mercado de bancos de investimento. Oferece serviços bancários na Suécia e nos países bálticos, atendendo

também clientes corporativos e institucionais nos países nórdicos e Alemanha. O segundo maior *underwriter* mundial de GB, foi o Bank of America Merrill Lynch, um dos maiores bancos dos Estados Unidos. O banco oferece mundialmente serviços financeiros a indivíduos e empresas. A **Figura 6** apresenta o montante mundial de GB emitidos por *underwriter* em 2014.

**FIGURA 6.** EMISSÕES DE GB ENTRE 2013 E 2014 POR *UNDERWRITER* (U\$ MILHÕES)

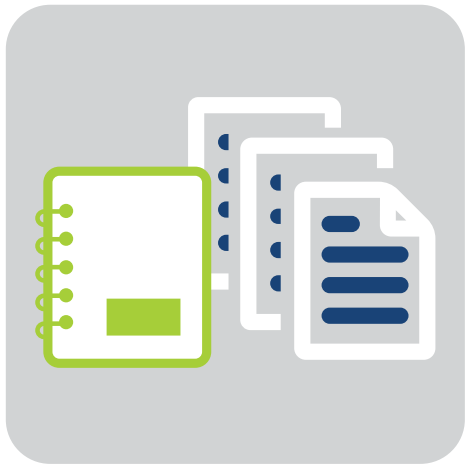


Vale destacar, como terceiro maior estruturador mundial de GB, o Crédit Agricole. Esta organização criou sua unidade de negócios sustentáveis em 2010 com o objetivo de dar melhor assistência a clientes-chave em transações com cunho socioambiental e já se insere no mercado de GB.

#### PRINCIPAIS REFLEXÕES SOBRE A EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL DE GB

- De 2010 a 2014 foram emitidos 57,9 bilhões de dólares em GB no mercado internacional, o que sinaliza o desenvolvimento e consolidação de um mercado inovador que visa o financiamento de projetos que seguem critérios socioambientais, contribuindo para o desenvolvimento sustentável.
- O mercado de GB está atraindo um novo grupo de investidores interessados na aquisição de títulos que componham parte de suas iniciativas de investimentos verdes.
- Potenciais emissores de GB, aqueles que detectam oportunidades de projetos com adicionalidades socioambientais em seus negócios, são motivados a emitir esta modalidade de título por ganhos reputacionais. A reputação relaciona-se com a imagem e com a confiança/credibilidade. Esse diferencial, por sua vez, pode transformar-se em importante vantagem competitiva para a organização. Além disso, os GB proporcionam o acesso a uma gama maior de investidores comprometidos com investimentos responsáveis.
- O processo de emissão de um GB diferencia-se do de títulos tradicionais, exclusivamente, pela necessidade de contratação do agente *second opinion*. Este deve atestar que o projeto em prospecto atende a critérios socioambientais elegíveis ao enquadramento de GB.
- O mercado internacional de GB se desenvolveu e se apresenta economicamente viável sem a utilização de mecanismos de incentivos fiscais. Os países onde os GB prosperam contam com características semelhantes, como taxas de juros baixas, menor incerteza macroeconômica e menor risco de mercado, com títulos públicos que entregam níveis mais baixos de remuneração. Nesse cenário, títulos privados entregam rentabilidade atrativa aos investidores e ambiente favorável para a captação de recursos de longo prazo para projetos de investimento de cunho socioambiental. Além disso, a maior consciência quanto as questões socioambientais atraem a atenção de grandes gestores de ativos que buscam rentabilidade, reputação e benefícios compartilhados.
- Destacam-se a segurança jurídica dos mercados de emissão de GB internacionais, a reputação e classificação de risco dos emissores e o histórico de captação por outros instrumentos.
- Os mercados internacionais de GB não requerem uma regulamentação distinta e específica. Assim, ele está calcado em princípios de mercado nos quais a oferta e a demanda por títulos são sustentadas por incentivos percebidos tanto do ponto de vista do emissor quanto do investidor. Trata-se de um ambiente regido pela lógica ganha-ganha, que acima de tudo, entrega benefícios socioambientais para a sociedade.





## II. O MERCADO BRASILEIRO DE TÍTULOS DE DÍVIDA E OS GB

Esta seção apresentará as características do mercado brasileiro de emissão de dívida e o diagnóstico atual acerca da viabilidade de se desenvolver, no Brasil, um mercado de GB à exemplo da experiência internacional.

### 1. O MERCADO BRASILEIRO DE TÍTULOS DE DÍVIDA

No Brasil, a partir dos anos 1950, houve uma grande mudança no perfil de produção industrial do País e grandes volumes de recursos financeiros passaram a ser necessários para o desenvolvimento de projetos corporativos e para o surgimento e ampliação de novos mercados. Nesse período, o desenvolvimento produtivo do País foi financiado, prioritariamente, por meio do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES)<sup>19</sup>.

Nos anos 1960, foi necessário ampliar os canais de captação de recursos corporativos levando à regulamentação do mercado de capitais brasileiro. Trata-se de um ambiente específico de mercado, no qual empresas que visam captar recursos para projetos com emissões de ações ou títulos de dívida podem movimentar recursos de forma organizada e segura entre as partes<sup>20</sup>. Com isso, surgiram novos agentes de mercado, criados para controlar e regular a atuação dos participantes neste mercado. Para tanto, foi criada a CVM e, no mesmo ano, em 1976, criada a Lei das Companhias S/A.

As medidas elevaram o número de empresas atuantes no mercado de capitais brasileiro e expandiram a emissão de títulos negociáveis. O número de empresas com ações negociadas na bolsa de valores aumentou ao longo dos anos, mas o desenvolvimento mais expressivo ocorreu nos anos 1990 com a maior abertura do mercado brasileiro e a atuação de investidores estrangeiros.

No início dos anos 2000, aproximadamente 490 empresas estavam listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), com volume negociado de 260 bilhões de reais. O investidor começou a demandar maior proteção, revelada em níveis diferenciados de governança corporativa. Nesse sentido, em 2001 a bolsa de valores passou a classificar as companhias listadas em níveis de governança corporativa, passando a vigorar os Níveis 1 e 2 de governança, além da criação do Novo Mercado. As medidas buscaram destacar as empresas com melhor relação com seus investidores, em particular os minoritários.

As novas medidas e o melhor momento econômico local e internacional levaram a um aquecimento do mercado de capitais a partir de 2003. De 2003 a 2011, foram feitas mais de 100 ofertas públicas iniciais de ações (IPO, na sigla em inglês) no mercado brasileiro e houve um desenvolvimento do mercado de títulos, contratos futuros, câmbio, fundos, fundos de índices, leilões e renda fixa pública e privada. Desde de 2012, o volume financeiro transacionado na Bovespa supera 1 trilhão de reais anualmente. O lançamento de novas operações também apresentou elevação nos últimos anos, passando de R\$ 12 bilhões em 2003 para R\$ 162 bilhões em 2014<sup>21</sup>.

Apesar do crescimento do mercado de capitais nos últimos anos, atualmente apenas 358 empresas estão listadas na Bovespa, enquanto o total de empresas listadas nos EUA é de 1.867.

<sup>19</sup> (Freitas, 1999)

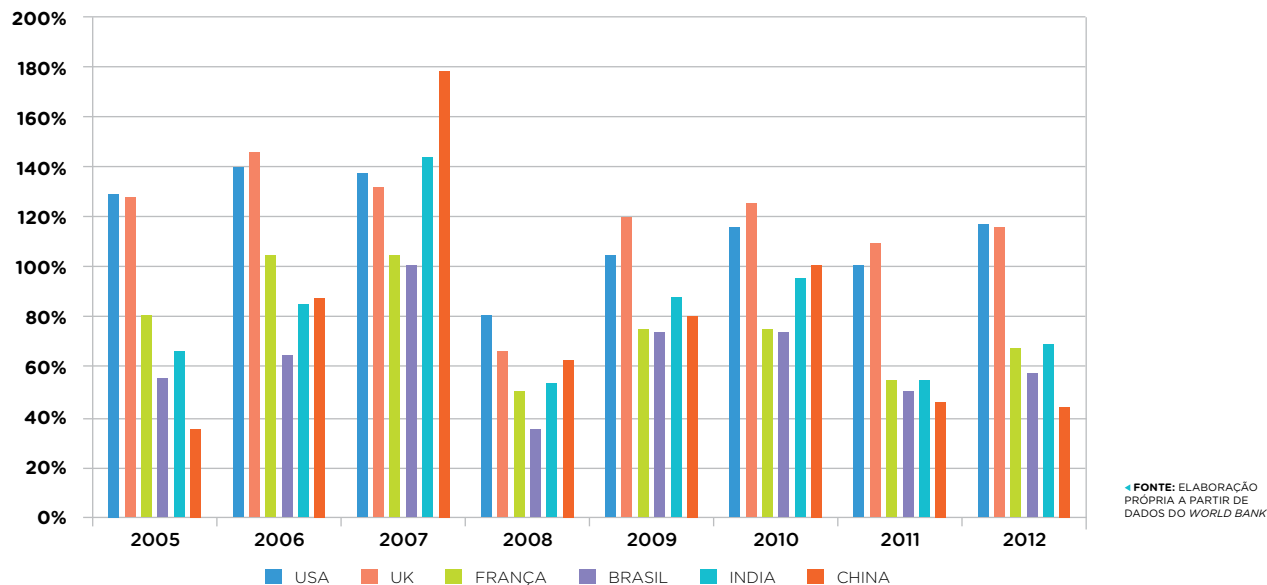
<sup>20</sup> (Assaf Neto, 2006)

<sup>21</sup> (Anbima, acesso em 2015)



Ao comparar a relação entre a capitalização de mercado e valor do PIB anual, observa-se que o mercado de renda variável brasileiro apresenta comportamento moderado quando comparado com a mesma relação em demais economias mundiais. A **Figura 7** apresenta a capitalização do mercado de capitais em relação ao PIB em diferentes países.

**FIGURA 7.** CAPITALIZAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS EM RELAÇÃO AO PIB



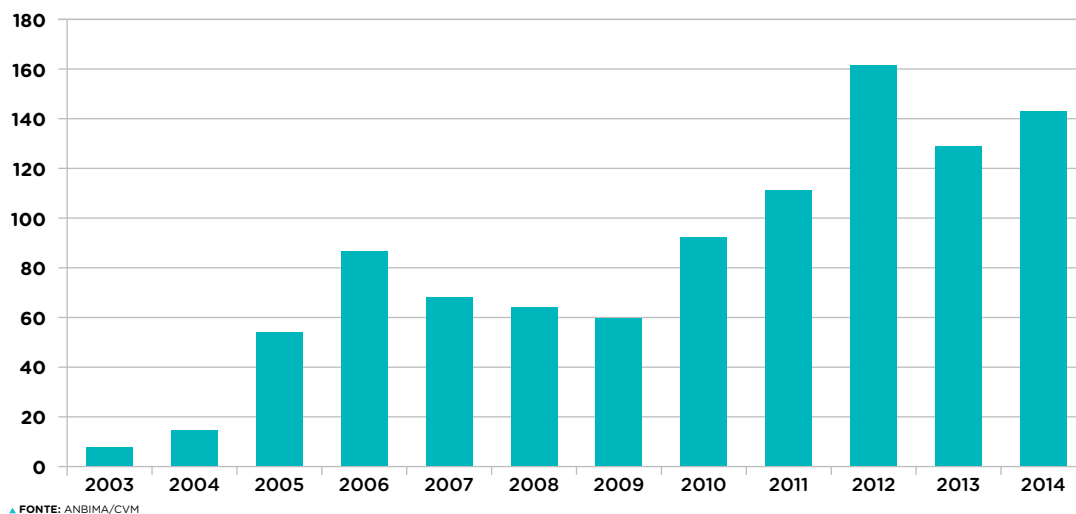
O mercado de capitais brasileiro possui maior demanda por ativos de renda fixa, que faz com que este mercado tenha um melhor desenvolvimento em comparação ao mercado de variáveis. Compõem o mercado de renda fixa no Brasil títulos públicos como LTN (Letras do Tesouro Nacional), NTN (Notas do Tesouro Nacional) e CFT (Certificados Financeiros do Tesouro). Estão também os títulos privados emitidos por instituições financeiras como DI (Depósito Interfinanceiros), CDB (Certificado de Depósito Bancário) e as Letras de Câmbio Financeiras. Dentre os títulos privados emitidos por instituições não financeiras estão as debêntures, comercial *papers* e letras de câmbio comerciais. Governos e instituições públicas também podem lançar *bonds* para seu financiamento. No entanto, mesmo o mercado de renda fixa se ressentiu ainda do longo período de inflação e instabilidade enfrentados no Brasil, pouco propício ao desenvolvimento de atividades baseadas em compromissos de longo prazo.

A instabilidade macroeconômica afeta as expectativas dos agentes e favorece um horizonte empresarial de curto prazo, no qual a insegurança do ambiente de negócios leva companhias a investirem em um número menor de projetos de investimento e em ativos mais líquidos. Assim, a expectativa dos participantes do mercado induz a uma menor oferta de títulos de dívida<sup>22</sup>. A recorrente oscilação entre períodos de expansão e recessão econômica prejudica a demanda das empresas por recursos e capacidade de planejamento e operação em um horizonte de longo prazo. Do ponto de vista do investidor, existe uma maior aversão ao risco que induz ao investimento mais seguro e de curto prazo.

<sup>22</sup> (De Paula e Faria Jr., 2012)

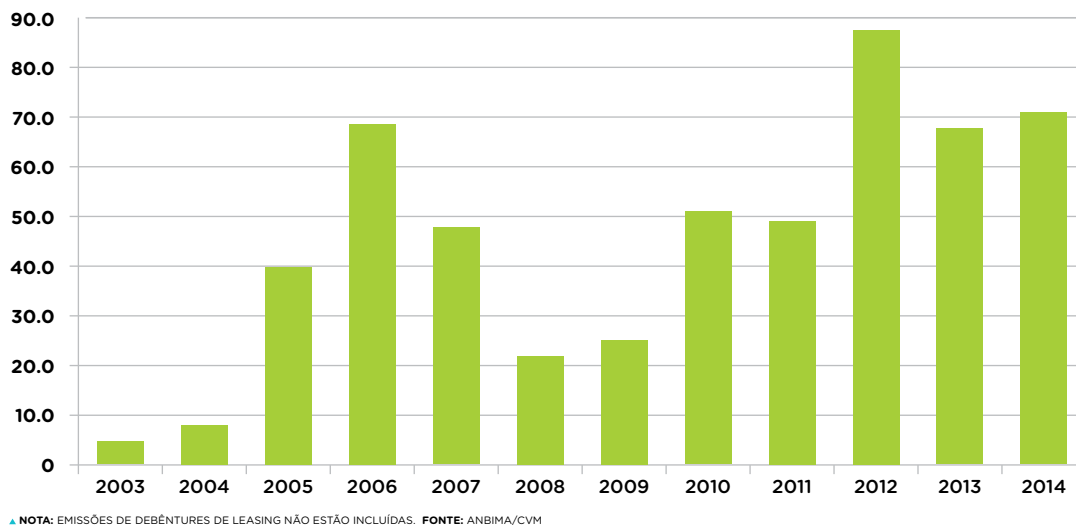
Ainda assim, o mercado de renda fixa brasileiro apresentou crescimento nos últimos 15 anos. O estoque de ofertas do setor privado em 2003 era de R\$ 9 bilhões e passou para R\$ 146 bilhões em 2014. Essa evolução nas ofertas de produtos de renda fixa pode ser observada na **Figura 8**.

**FIGURA 8.** EVOLUÇÃO DO MERCADO DE RENDA FIXA NO BRASIL DE 2003 A 2014 (R\$ BILHÕES)



As debêntures, um dos mecanismos que compõem o mercado de renda fixa no Brasil, apresentavam estoque de emissões em torno de R\$ 5 bilhões em 2003, e passaram a representar um estoque de R\$ 72 bilhões em 2014, um crescimento superior a 10 vezes<sup>23</sup>. A **Figura 9** apresenta a evolução do mercado de debêntures no Brasil.

**FIGURA 9.** EVOLUÇÃO DO MERCADO DE DEBÊNTURES DE 2003 A 2014 (R\$ BILHÕES)



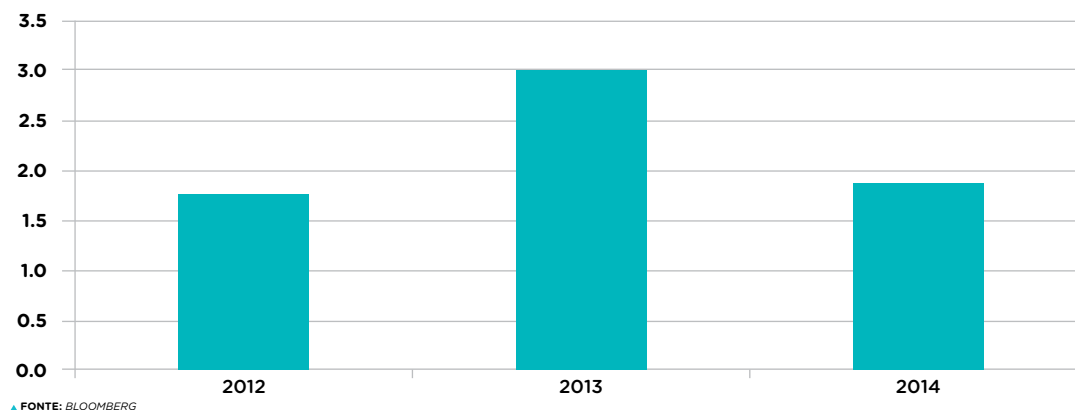
<sup>23</sup> (Anbima, acesso em 2015)

O crescimento desse mercado deve-se à participação ativa dos bancos de investimento e à maior demanda por títulos privados pelos fundos de pensão e de investimentos. No entanto, nota-se que o montante total de debêntures representa cerca de 50% do total do mercado de renda fixa.

Por sua vez, o crescimento da demanda do mercado por títulos privados favorece a captação de recursos para projetos de investimentos corporativos a taxas competitivas. Atualmente, uma empresa que conta com boa classificação de risco acessa recursos externos via emissão de títulos a uma taxa mais baixa do que a bancária.

Em 2011, um incentivo adicional foi dado ao mercado de títulos privados. Foi promulgada a Lei 12.431 que criou as debêntures de infraestrutura com incentivos fiscais a investidores, brasileiros e estrangeiros, que estejam dispostos a investir em títulos de dívida de projetos de infraestrutura no País. A lei é dividida em dois principais artigos propondo dois tipos de emissões diferentes com incentivos fiscais. As emissões regidas pelo primeiro artigo são referentes a títulos privados de longo prazo, inclusive debêntures, fornecendo isenção fiscal aos rendimentos apenas dos investidores estrangeiros, sem necessariamente proporcionar recursos para infraestrutura. Já no segundo artigo da Lei 12.431, os investidores pessoa física recebem a total isenção fiscal nos rendimentos obtidos das debêntures de infraestrutura, ficando isentos de imposto de renda nos investimentos de renda fixa do Brasil. No caso de investimento de pessoas jurídicas, o imposto de renda passa a ser de 15% para investimento nesse tipo de debênture, enquanto o valor chega a 25% em outros investimentos similares. A **Figura 10** apresenta a evolução das emissões de debêntures de infraestrutura no Brasil.

**FIGURA 10.** EVOLUÇÃO DO MERCADO DE DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA DE 2012 A 2014 (R\$ BILHÕES)



No entanto, nota-se que o total emitido em debêntures de infraestrutura ainda é reduzido se comparado ao total de debêntures tradicionais, cerca de R\$ 2 bilhões frente a R\$ 70 bilhões. Além disso, mesmo com o crescimento do mercado de renda fixa nos últimos 15 anos e algumas inovações como a criação das debêntures incentivadas, a maturidade frequente das emissões está concentrada entre 5 e 6 anos, ou seja, um prazo curto quando pensada como instrumento de captação de recursos de longo prazo.

Os desafios estruturais em comparação com o mercado de capitais internacional ainda são elevados, além de desafios conjunturais que o País enfrenta e que afeta essa classe de investimento. Tendo em vista o contexto apresentado acima sobre o desenvolvimento do mercado de capitais e de títulos de dívida no Brasil, a próxima seção apontará os desafios enfrentados nacionalmente para a estruturação de um mercado de GB no Brasil.

## 2. OS DESAFIOS PARA O MERCADO DE GB NO BRASIL

Ao explorar os desafios para o desenvolvimento de um mercado de GB no Brasil é necessário levar em consideração a conjuntura econômica. A alta taxa de juros vigente no Brasil, por si só, pode fomentar uma competição desfavorável para emissão de títulos de dívida corporativa. Soma-se a esta realidade a insegurança dos potenciais emissores em assumir o risco da variação de indexadores em emissões locais.

Não faz parte do escopo desse trabalho discutir de maneira detalhada aspectos da macroeconomia brasileira, porém essa conjuntura foi considerada como pano de fundo tanto na identificação dos desafios quanto na proposição de soluções.

Os desafios para o desenvolvimento de um mercado de GB foram categorizados em: i) desafios estruturais, ligados ao mercado de títulos corporativos de renda fixa; e ii) desafios específicos para GB.

### **DESAFIOS ESTRUTURAIS**

São três os principais desafios estruturais atrelados ao mercado de títulos corporativos de renda fixa, que podem dificultar o desenvolvimento de um mercado de GB no Brasil.

#### **1. Os títulos de dívida públicos estão em outro patamar de competitividade em relação aos corporativos.**

Os títulos públicos no Brasil concorrem com os títulos corporativos. Enquanto o mercado de títulos privados carece de maior desenvolvimento no Brasil, o mercado de títulos públicos cresce de forma acelerada. Os motivos dessa realidade são:

- Os títulos públicos são mais atrativos para os investidores, pois possuem indexação a taxas de inflação, taxas de juros ou pré-fixados. Assim, estes títulos entregam ao mercado um produto alinhado com as expectativas futuras do investidor<sup>24</sup>;
- Os títulos públicos são considerados pelo mercado como apresentando menor risco se comparados a títulos corporativos;
- O mercado de títulos públicos conta com maior liquidez, dado que o processo de oferta e negociação conta com recompras periódicas de títulos emitidos e em posse dos investidores;
- Os títulos de dívida privados no Brasil emitidos com maturidades longas deveriam entregar rentabilidade superior aos títulos públicos para competir de forma atrativa, afinal, embutem um risco de inadimplência do emissor maior, e são negociados em um mercado secundário de baixa liquidez. Porém, títulos públicos e privados possuem características semelhantes em termos de indexador, por exemplo, o indexador de taxas de juros DI;
- As emissões privadas não contam com garantias adicionais como as emissões públicas (como, por exemplo, garantias do Fundo Garantidor de Crédito), e dependem apenas das avaliações de risco realizadas pelas agências de classificação de risco (Agências de *rating*);
- Títulos corporativos concorrem com os recebíveis imobiliários e agrícolas que contam com isenção de imposto de renda para pessoas físicas residentes no País. A isenção fiscal atrai investidores. Além disso, as LCIs e LCAs contam com o DI como indexador, concorrendo diretamente com as debêntures de infraestrutura.

#### **2. A baixa liquidez do mercado secundário no Brasil prejudica o desenvolvimento do mercado de títulos privados.**

A baixa liquidez do mercado secundário intensifica as dificuldades de expansão do mercado, dado que o investidor que queira vender seus títulos no mercado para deixar o investimento enfrenta pouca demanda ou ainda um grande desconto em seu valor de face. Ela é acarretada pelos seguintes fatores:

- Debêntures são pouco padronizadas impactando na dificuldade de precificação. Assim, os títulos tendem a ser mantidos em carteira até seu vencimento;

24 (Silva, Garrido e Carvalho, acesso em 2015)

- Há poucos *players* no mercado. Além de poucas empresas emitirem títulos, bancos, fundos de investimento e fundos de pensão detêm praticamente a totalidade dos títulos do mercado. As atividades de compra e venda de títulos por fundos e bancos ocorrem apenas para realizar ajustes de posições, como entrada e saída de cotistas;
- A ação de especuladores é inibida pelo indexador tradicional dos títulos, o DI (depósito interbancário);

### **3. Mercado de investidores concentrado e baixa participação de investidores pessoas físicas e estrangeiros.**

A maior parte das emissões de títulos corporativos no Brasil é absorvida pelos bancos, fundos de investimentos e fundos de pensão. Em 2013, os bancos e fundos de investimentos detinham por volta de 90% do estoque total de debêntures do mercado, e o restante foi absorvido por fundos fechados de previdência privada<sup>25</sup>.

O processo de ampliação da base de investidores sofre os efeitos da Instrução CVM 476/2009. O processo de emissão nessa modalidade é realizado com a apresentação da operação a um grupo de 50 investidores, e destes, cerca de 20 ficam com os títulos. Essa instrução permite a colocação de títulos no mercado de forma mais rápida e menos custosa quando comparada à colocação pública, via Instrução CVM 400/2003. Desde a implementação da CVM 476, em 2009, mais de 80% das operações são realizadas nessa modalidade, que remete a um forte incentivo à continuidade do cenário de concentração de investidores atual. Veja mais sobre essas Instruções nos Anexos.

Além disso, como o mercado financeiro possui grande demanda e oferta escassa, as novas emissões são rapidamente absorvidas pelos atuais participantes e impede o aumento do número de investidores no mercado. A base de emissores e investidores de títulos privados no Brasil é local, a presença de estrangeiros nesse mercado é discreta.

O investidor estrangeiro tem pouco incentivo para investir em títulos privados no mercado brasileiro. Isso ocorre, pois, além de ter de arcar com o risco da moeda local, ele deve enfrentar a baixa liquidez do mercado. Ademais, o investidor estrangeiro possui incentivos tributários (isenção de imposto de renda para juros e ganhos de capital) ao investir em títulos públicos brasileiros, o que contribui para ele alocar seus recursos prioritariamente nesse tipo de título.

Por fim, os investidores individuais participam do mercado de títulos privados, porém essencialmente via fundos de investimentos. Essa realidade pode ser atribuída, em grande parte, a pouca oferta destes produtos ao investidor individual.

## **DESAFIOS ESPECÍFICOS DE GB**

Tendo em vista as características estruturais brasileiras apresentadas acima, o mercado de GB no Brasil ainda deve enfrentar alguns desafios operacionais e específicos para seu estabelecimento, relacionados ao processo de emissão e da natureza de um GB – tendo em vista a experiência internacional. São eles:

### **1. O processo de colocação de GB no mercado é extenso e possui um custo adicional.**

A agência reguladora brasileira, CVM, estabelece diversos processos que devem ser conduzidos pelo emissor para a aprovação de uma oferta de títulos ao mercado. A colocação pública de títulos no mercado, via Instrução CVM 400, é mais burocrática e prolongada do que a oferta restrita, por meio da Instrução CVM 476.

Além do processo de registro na CVM, a emissão de um GB envolve o agente *second opinion* que agrega um custo adicional a ser arcado pelo emissor do título. Esse custo adicional de emissão pode estar entre US\$ 70 mil e US\$ 100 mil e o prazo para estruturação é de duas semanas a um mês<sup>26</sup>. No entanto, o trabalho do *second opinion* é detalhar o destino dos recursos segundo critérios socioambientais nos prospectos que serão analisados pela CVM. Portanto, para garantir que o processo não seja atrasado, essa atividade deve ser planejada desde o início.

<sup>25</sup> (Anbima, acesso em 2015)

<sup>26</sup> Conforme entrevistas.

**2. Falta de incentivo para o *underwriter* estruturar um GB em detrimento de uma debênture tradicional.**

O agente *underwriter* é responsável pela estruturação e colocação dos títulos de seus clientes. Sua atividade é impactada pelo fato de um GB ser um novo produto, que demanda entendimento de critérios de enquadramento. Além disso, o processo de colocação pode ser prejudicado pelo maior prazo e necessidade de contratação de serviços adicionais, o *second opinion*. Desse modo, o *underwriter* só possui incentivos para estruturar uma emissão de GB se identificar uma demanda específica e um grande interesse do seu cliente, que justifique o trabalho adicional.

**3. Investidores percebem maior risco associado ao GB no caso de financiamento de um projeto de tecnologia nova.**

Um GB tende a ser colocado no mercado nas mesmas condições que um título privado tradicional. Os GB financiam projetos com adicionalidades socioambientais, muitas vezes envolvendo tecnologias novas. Nessas situações, os investidores percebem um risco maior. Quando os projetos possuem uma elevada percepção de risco, maior retorno ou mais garantias são necessários.

.....

**D**iante dos desafios expostos acima e da experiência internacional apresentada na primeira sessão desse relatório, nota-se que o desenvolvimento de um mercado de GB no Brasil enfrenta desafios diferentes dos observados internacionalmente. Tais desafios estão relacionados à conjuntura econômica, estrutura do mercado de títulos de dívida ou desafios específicos de processo e emissão de GB. Com isso, é compreensível que esse mercado ainda não tenha se desenvolvido plenamente no Brasil. Entretanto, é crucial que o País encontre soluções para transpor os desafios e passe a financiar com maior escala projetos com adicionalidades socioambientais, contribuindo, assim, para a transição para uma economia sustentável.

Além disso, a economia brasileira passa, atualmente, por um processo de ajuste macroeconômico, marcado pela desaceleração econômica, elevada taxa de inflação e elevação da taxa básica de juros da economia. O País enfrenta déficit em conta corrente e ajuste da política fiscal com potencial de ampliação da retração econômica, se traduzindo em menor capacidade de investimento e incentivo ao setor produtivo.

Diante da busca do governo pela recomposição de reservas e geração de superávit primário, um importante canal público de financiamento corporativo, o BNDES, passa a acessar um menor volume de recursos financeiros reduzindo sua capacidade de financiar novos projetos de investimento.



Cabe destacar que, apesar da conjuntura econômica brasileira, o governo federal anunciou a nova etapa do Programa de Investimento em Logística (PIL) que vai privatizar aeroportos, rodovias, ferrovias e portos. O programa tem uma previsão de investimentos da ordem de R\$ 198,4 bilhões, sendo que 34,8% deles devem ser aplicados entre 2015 e 2018. Devido a reduzida capacidade de investimento do governo, está previsto um mecanismo para incentivar a participação do setor privado nos projetos por meio da emissão de debêntures. Quanto maior a emissão, maior o acesso do concessionário a recursos do BNDES com juros subsidiados<sup>27</sup>. Ou seja, o governo passa a exigir que os investidores aportem 30% de capital próprio nos projetos licitados. O BNDES, por sua vez, emprestará no máximo 35% do valor da obra em rodovias com juros indexados à TJLP, taxa de juros de longo prazo inferior a qualquer outra taxa de mercado. Esse percentual cai para 25% no caso dos portos e 15% nos aeroportos. Anteriormente este percentual era de até 70%, mas todo o recurso era com juros subsidiados.

Portanto, nesse cenário, para obter um percentual maior de empréstimos a juros baixos, as empresas são estimuladas a emitir debêntures. Nesses casos, a participação do BNDES poderá subir para 45%, caso das rodovias, e 35% para aeroportos e portos.

O impulso governamental para o desenvolvimento da infraestrutura do País fomenta então o surgimento de novas oportunidades de negócios e projetos de investimento que, naturalmente, irão demandar recursos financeiros, com destaque particular para o mercado de capitais, gerando oportunidades para os investidores nacionais e estrangeiros. Esse contexto pode ser oportuno para o desenvolvimento dos GB no mercado brasileiro, apesar dos desafios.

O fato de o destino dos recursos captados pelos GB ser definido e expresso no prospecto da emissão pode ser considerado, pelos investidores, como um elemento redutor de risco.

Já há indícios que o setor privado brasileiro está em busca de novas formas de captação de recursos para seus projetos, apesar da conjuntura econômica desfavorável. Como exemplo, vale mencionar o caso da recente emissão da BRF de um GB de 500 milhões de euros colocados no mercado exterior. A demanda foi de 2 bilhões de euros, e mais de 70% foi alocada para investidores europeus. O título foi estruturado e colocado por BNP Paribas, BOFA, Citi Deutsche Bank, Morgan Stanley e Santander e a empresa irá utilizar os recursos para financiar projetos de energia renovável, eficiência energética e gestão da água e resíduos. Embora não tenha ocorrido no mercado local, foi o primeiro caso de uma emissão de GB por uma empresa brasileira. Deste modo, é importante ressaltar que existe também a oportunidade de empresas brasileiras emitirem GB no mercado internacional.

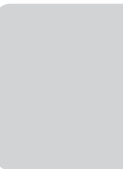
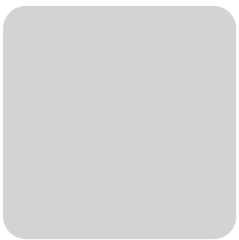
Por fim, vislumbrando o desenvolvimento de um mercado de GB no Brasil, a próxima sessão apresentará propostas e recomendações para que o País supere os obstáculos que hoje dificultam a escolha por GB por emissores e investidores.



<sup>27</sup> (Disponível em <http://www.planejamento.gov.br/assuntos/programa-de-investimento-em-logistica-pil>)





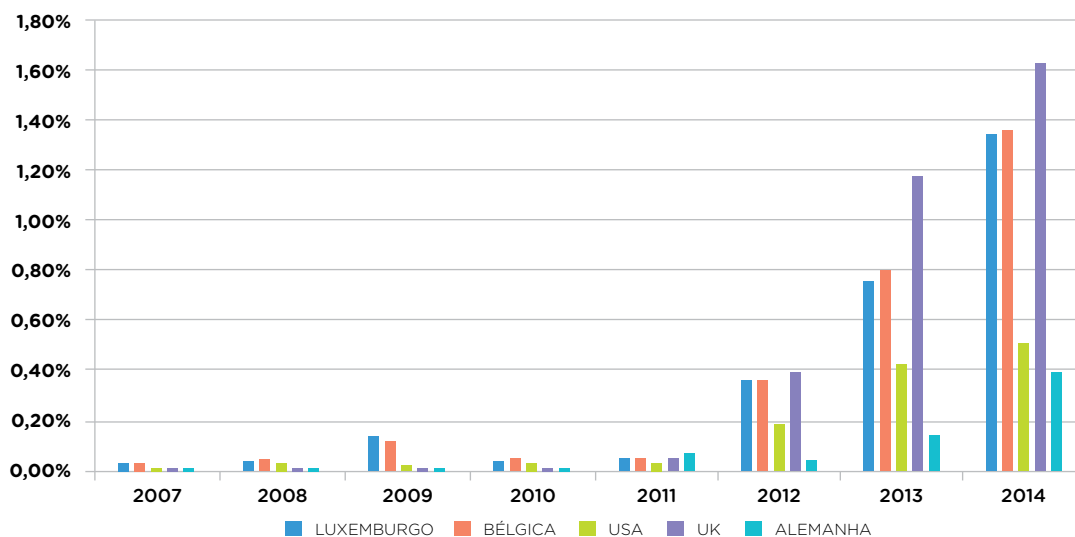


### III. PROPOSTAS PARA VIABILIZAR O DESENVOLVIMENTO DE UM MERCADO DE GB NO BRASIL

O setor privado necessita encontrar novas formas de captação de recursos, e os GB, à luz da experiência internacional, representam uma forma de diversificação de investimentos e entregam à sociedade benefícios socioambientais compartilhados relevantes para a transição para uma economia sustentável.

Para ilustrar a crescente emissão dos GB nos mercados internacionais de títulos privados, a **Figura 11** apresenta a evolução da participação dos GB nas emissões totais de cinco países.

**FIGURA 11.** EVOLUÇÃO DA PARTICIPAÇÃO DE GB NAS EMISSÕES DE TÍTULOS PRIVADOS NOS PRINCIPAIS MERCADOS INTERNACIONAIS



▲ FONTE: ELABORAÇÃO PRÓPRIA COM BASE EM DADOS DA BLOOMBERG - CLEARING HOUSE ISSUANCE

Apesar de a relação do total de GB e das emissões de títulos privados ainda ser reduzida, não passando de 1,6% no caso da Inglaterra, pode-se notar um crescimento efetivo desse mercado. Isso reflete uma cultura que foi construída internacionalmente baseada em investimentos responsáveis. Tendo isso em vista, esta sessão apresenta um conjunto de propostas e recomendações que auxiliarão a destravar gargalos que inibem as emissões de GB no mercado brasileiro.

As recomendações foram categorizadas em i) propostas estruturais; e ii) propostas específicas para GB. Cabe ressaltar que todas as propostas têm por base algumas premissas, explicitadas a seguir:

## AS PREMISSAS ADOTADAS PARA A ELABORAÇÃO DAS PROPOSTAS FORAM:

- 1. Agenda estruturante:** Tendo como ponto de partida a conjuntura econômica atual e histórica do Brasil e os desafios apontados nesse estudo, todas as propostas apresentadas são direcionadas à construção de uma agenda estruturante. Essa agenda é pautada pelo médio e longo prazo e visa o desenvolvimento e a competitividade de um futuro mercado de GB no Brasil. Assim, as propostas consideram, no futuro, a convergência de aspectos ligados a conjuntura econômica, como formação de poupança e aumento de liquidez de mercado, em conjunto com a maior preocupação da sociedade e das instituições com a sustentabilidade.
- 2. GB são produtos derivados do mercado de renda fixa tradicional:** Os GB são títulos tradicionais com adicionalidades socioambientais. Assim, considera-se que o conjunto de propostas específicas para o desenvolvimento do mercado de GB no Brasil esteja inserido em um contexto mais amplo, o do mercado de títulos de dívida.
- 3. As propostas de viabilização do mercado de GB foram pensadas de forma a não exacerbar distorções e assimetrias existentes no mercado de renda fixa:** Tendo em vista o exposto acima, as propostas apresentadas não devem contribuir para distorções que impactam preço, transparência e acesso no mercado de renda fixa.
- 4. Todo ativo do mercado de renda fixa pode, em tese, ser verde:** Entende-se que qualquer ativo de renda fixa transacionado no mercado de capitais pode se configurar como um ativo verde à medida que contribua para o financiamento de uma economia sustentável e seja atestado por um agente *second opinion*. No entanto, para beneficiar-se desse rótulo, a adicionalidade socioambiental deve ser mensurável e verificada, garantindo a transparência no destino dos recursos captados, que por sua vez, devem estar alinhados aos princípios do desenvolvimento sustentável.
- 5. Todo ativo deve possuir condição de risco/retorno competitiva em relação a um título tradicional:** Para dialogar com o *mainstream* e efetivamente desenvolver um mercado de títulos verdes no Brasil a relação risco/retorno deve ser comparável e competitiva em relação aos ativos tradicionais.
- 6. Definição de um padrão para o conceito de adicionalidade socioambiental e KPIs:** Ainda existe certa subjetividade no enquadramento de projetos que atendam aos critérios de adicionalidade socioambiental. É necessária a definição de um protocolo de critérios de elegibilidade que dialogue com o setor financeiro e produtivo para um título ser considerado “verde”. Além disso, é crucial que os critérios sigam parâmetros internacionais já amplamente utilizados.

Para iniciar o processo de emissão de GB no Brasil, **sugere-se realizar engajamento com empresas que já possuam práticas de sustentabilidade, bom rating de crédito e necessidade de captação de recursos.** Os GB além de financiarem projetos específicos com adicionalidades socioambientais também podem ser utilizados para o financiamento de uma estratégia completa de sustentabilidade de uma empresa.

Tendo em vista o trabalho que tem sido desenvolvido pela Anbima em conjunto com a CVM para melhorias estruturantes no mercado de capitais como um todo, os GB se beneficiariam com a:

- 1. Diminuição da assimetria de incentivos tributários para diferentes classes de investimento.**
- 2. Redução de entraves para colocação de títulos de dívida no mercado.**
- 3. Melhoria de liquidez no mercado secundário.**

No entanto, cabe ressaltar algumas propostas específicas para o desenvolvimento do mercado de GB no Brasil, levando em consideração a superação dos desafios conjunturais e estruturantes que o mercado de renda fixa brasileiro necessita.

- 1. Criação de diretrizes uniformes de enquadramento de GB:** O desenvolvimento de critérios específicos de enquadramento (elegibilidade) de projetos na modalidade GB auxiliaria seu processo de emissão. No caso de um projeto enquadrado nesses critérios, a empresa poderia passar por um *fast track* e emitir o título com mais rapidez como recompensa. No entanto, para a criação dessas diretrizes é aconselhável a articulação de atores como a FEBRABAN, Anbima e BM&FBovespa. As diretrizes uniformes impactariam positivamente o trabalho do *underwriter*, que teria uma forma mais clara de estruturar estes produtos. Assim, recomenda-se o desenvolvimento de um subcapítulo nas normas e diretrizes que regem as debêntures padronizadas que explicita critérios e indicadores de projetos com adicionalidades socioambientais. Tais diretrizes uniformes podem ser inspiradas na experiência internacional e adaptadas para o contexto brasileiro.
- 2. Desenvolvimento de agentes *second opinion* locais:** É relevante o fomento à criação de agentes de *second opinion* nacionais, que podem trabalhar em conjunto com os internacionais, criando uma rede competitiva localmente.
- 3. Garantias proporcionadas por instituições multilaterais irão melhorar a percepção de risco por parte dos investidores relacionados a projetos socioambientais:** Agências multilaterais, alguns fundos setoriais nacionais já existentes e o BNDES poderiam ser garantidores de algumas operações de GB com o objetivo de difundir os títulos verdes no mercado nacional.
- 4. Fomento de investidores âncoras para emissões de GB:** Já que a demanda dos investidores é primordial para incentivar os emissores a optarem por GB, um potencial engajamento com os investidores signatários do PRI (Principles for Responsible Investment) poderia auxiliar no aumento da demanda por parte deles. Se investidores signatários do PRI sinalizam de forma positiva o interesse por esse tipo de ativo, aumentaria o incentivo para emissores optarem por GB. As instituições multilaterais poderiam contribuir na estruturação do processo de engajamento com investidores âncoras. Potenciais investidores são os signatários do PRI (Principles for Responsible Investment) e os fundos de pensão, tais como: Previ, Funcef, Funcesp, Infraprev, Petros, Real Grandeza, Valia, entre outros. Além dos fundos de pensão, os fundos de investimentos também são grandes demandantes de títulos no Brasil, e nesse caso, os títulos privados recebem muita atenção. Para dar maior visibilidade aos GB e atrair os gestores destes fundos é necessário um esforço de divulgação com detalhamento das características dos títulos. Ainda, sugere-se fomentar os gestores de recursos de terceiros, tais como: BBTVM, Bradesco Asset Management, Caixa Asset Management, Itau Asset Management, HSBC Asset Management, Santander Asset Management, Sul América Asset Management, Votorantim Asset Management
- 5. Avanço na disseminação da informação para os agentes envolvidos no mercado de GB:** É necessário um trabalho de conscientização e disseminação de informações relativas a GB junto a emissores, *underwriters* e investidores. Uma vez que esses atores estejam familiarizados com o tema terão mais facilidade e incentivo para emitirem esta modalidade de título. É necessário fomentar a disseminação de informações sobre títulos verdes para todas as classes de investidores no Brasil, contando com amplo processo de divulgação da modalidade GB no mercado.

Ademais, cabe mencionar o esforço que há de ser realizado para ampliar a base de investidores em GB no Brasil, passando inclusive por um aumento do limite de investimento em fundo de pensões, por exemplo. No entanto, soluções e arranjos como esse devem ser analisados com profundidade, já que necessitam grande articulação e revisão de regras e parâmetros. Assim, neste propõe-se estudar especificamente a viabilidade e possíveis mecanismos que contribuam para estender a participação dos investidores no Brasil.

O conjunto de premissas e propostas apresentadas anteriormente visam o desenvolvimento de um mercado de GB com soluções criadas pelos próprios agentes envolvidos e sem o auxílio de incentivos fiscais proporcionados pelo governo. Trata-se da construção de uma agenda estruturante e de longo prazo, que deve possibilitar o desenvolvimento de um mercado com pouca ou sem distorções.

No entanto, um tema amplamente discutido na literatura é o uso de incentivos fiscais pelo governo como instrumentos para fomentar e alavancar determinadas políticas públicas. Não cabe a este relatório discutir a efetividade da aplicação de mecanismos de incentivos fiscais ao mercado de GB no Brasil, apesar de reconhecida a importância do papel do governo como fomentador de atividades econômicas alinhadas ao desenvolvimento sustentável.

Como apresentado neste relatório, o Brasil apresenta alguns desafios estruturais e operacionais para o desenvolvimento de um mercado de GB. É necessário aumentar a liquidez, a transparência e a facilidade de acesso dos investidores ao mercado de capitais para que os GB possam prosperar. A viabilidade de soluções que incluam benefícios fiscais e tributários no mercado pode ser estudada, pois possui o potencial de estímulo dos agentes no curto prazo.

O atual incentivo ao mercado de títulos diz respeito a tributação sobre rendimentos obtidos, oriundo da Lei 12.431/11. As debêntures incentivadas, voltadas para projetos de investimento em infraestrutura, possuem condições tributárias diferenciadas, porém ainda não são expressivas no portfólio do mercado de renda fixa no Brasil.

Incentivos fiscais e tributários também podem estar presentes na economia real, fomentando setores produtivos rumo ao desenvolvimento sustentável. O mercado, por sua vez, tem o potencial de maximizar a eficiência na alocação de recursos, uma vez que direcionam os investimentos segundo a lógica do custo/benefício. Além disso, quando uma empresa assume compromissos de longo prazo com terceiros e partilha seus riscos com um grande número de investidores, ela é obrigada a fornecer informações detalhadas sobre seu desempenho. Já os investidores acompanham as atividades da empresa, identificando falhas e premiando acertos.

Acima de tudo, é crucial que o mercado de GB no Brasil desenvolva-se com credibilidade, garantindo que os recursos sejam aplicados em projetos alinhados aos princípios da sustentabilidade. Sendo assim, o papel do agente *second opinion* é chave e o mercado enfrenta o desafio de encontrar soluções que viabilizem que este trabalho seja realizado.



## VI. CONCLUSÕES

Os GB são títulos de dívida com atributos socioambientais adicionais, requerendo que os recursos captados sejam aplicados em projetos ambientalmente e/ou socialmente responsáveis.

Eles já se configuram, internacionalmente, como um mecanismo viável de diversificação de investimentos ao mesmo tempo em que entregam à sociedade benefícios socioambientais compartilhados.

O mercado desses títulos está se desenvolvendo rapidamente e soma 57,9 bilhões de dólares em emissões (no período de 2007 a 2009). Os investidores são atraídos por essa modalidade de investimento interessados em alocar parte de sua carteira de investimentos em projetos alinhados a questões socioambientais. A proximidade brasileira com temas socioambientais – exemplificada pelas características naturais do País, por políticas públicas voltadas a temas socioambientais e pelo interesse das empresas e do setor financeiro em sustentabilidade – reforça o potencial do Brasil em desenvolver um mercado de títulos verdes que contribua para a viabilização, por meio do mercado de capitais, da transição para uma economia sustentável.

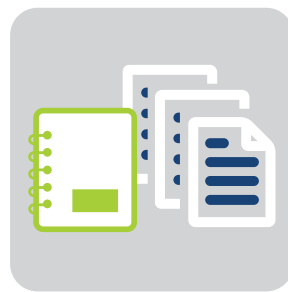
Desafios de ordem estrutural – que refletem a história econômica brasileira – e de ordem processual devem ser superados para facilitar e motivar emissores, *underwriters* e investidores a apostarem nos GB. O momento conjuntural no Brasil oferece a oportunidade do mercado se desenvolver, em razão do novo contexto de diminuição do papel do BNDES como financiador de longo prazo em conjunto com a necessidade de investimentos em projetos de infraestrutura para a retomada do crescimento econômico. Dessa forma, os GB apresentam-se como mecanismos capazes de proporcionar rentabilidade financeira aliada à alocação dos recursos financeiros de forma mais eficiente social e ambientalmente.

A experiência internacional no contexto dos GB inspira o desenvolvimento de um mercado sem a necessidade de incentivos fiscais. Internacionalmente, o mercado avança com base na condição do custo/benefício, na qual investidores são atraídos por taxas competitivas aos títulos tradicionais e valorizam o uso responsável na alocação dos recursos. O Brasil, mesmo com suas particularidades, deve avançar no estabelecimento do mercado de GB no Brasil inspirado por essa realidade internacional.



## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABRAPP** – Consolidado Estatístico, [http://www.abrapp.org.br/Consolidados/Consolidado%20Estat%3C%ADstico\\_12\\_2014.pdf](http://www.abrapp.org.br/Consolidados/Consolidado%20Estat%3C%ADstico_12_2014.pdf). Acesso em 01/07/2015.
- ANBIMA** – Relatórios / Indicadores Reune, <http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/relatorios/indicadores-reune/Pages/default.aspx>. Acesso em 20/06/2015.
- ANBIMA** – Relatórios / Indicadores Reune 12/2013, [http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/relatorios/indicadores-reune/Documents/Indicadores\\_Reune\\_122013.pdf](http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/relatorios/indicadores-reune/Documents/Indicadores_Reune_122013.pdf). Acesso em 20/06/2015.
- ANBIMA** – Relatórios / Indicadores Reune 06/2015, [http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/relatorios/indicadores-reune/Documents/IndicadoresReune\\_201506.pdf](http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/relatorios/indicadores-reune/Documents/IndicadoresReune_201506.pdf). Acesso em 20/06/2015.
- ANBIMA** – a-anbima notícias, <http://portal.anbima.com.br/a-anbima/noticias/Pages/2014/06/Mercado-de-Capitais-debentures-de-leasing-voltam-a-ser-emitidas-em-maio.aspx>. Acesso em 20/06/2015.
- ANBIMA** – Boletins, Mercado de Capitais 06/2014, [http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/mercado-de-capitais/Documents/BoletimMK\\_201406.pdf](http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/mercado-de-capitais/Documents/BoletimMK_201406.pdf). Acesso em 20/06/2015.
- ANBIMA** – Boletins, Mercado de Capitais 12/2014, [http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/mercado-de-capitais/Documents/BoletimMK\\_201412.pdf](http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/mercado-de-capitais/Documents/BoletimMK_201412.pdf). Acesso em 20/06/2015.
- ANBIMA** – Boletins, Mercado de Capitais 02/2015, [http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/mercado-de-capitais/Documents/BoletimMK\\_201502.pdf](http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/mercado-de-capitais/Documents/BoletimMK_201502.pdf). Acesso em 20/06/2015.
- ANBIMA** – Curva de Juros, [http://www.anbima.com.br/curvas\\_debentures/CD.asp](http://www.anbima.com.br/curvas_debentures/CD.asp). Acesso em 01/07/2015.
- ASSAF NETO, A.** *Finanças Corporativas e Valor*. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL BCB** – Taxas de Juros por Instituição, <http://www.bcb.gov.br/pt-br/sfn/infopban/txcred/txjuros/Paginas/RelTxJuros.aspx?tipoPessoa=2&modalidade=211&encargo=204>. Acesso em 01/07/2015.
- Benveniste, L. M.; Busaba, W. Y.; Wilhelm, W. J.** Information externalities and the role of underwriters in primary equity markets. *Journal of Financial Intermediation*, v. 11, n. 1, p. 61-86, 2002. ISSN 1042-9573.
- Benveniste, L. M.; Spindt, P. A.** How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues. *Journal of Financial Economics*, v. 24, n. 2, p. 343-361, 1989. ISSN 0304-405X.
- DTCC, D. T. a. C. C.** *Corporate Bond Operational Underwriting Process* 2004.
- De Paula, Luiz F. e Faria Jr. João A.** Mercado de Títulos da Dívida Corporativa Privada no Brasil: Aspectos Estruturais e Evolução Recente. *Revista de Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, v. 16, n.1, 107 - 137, jan - abr, 2012.
- EIB, E. I. B.** EIB Taps Climate Aware Bond (CAB) 2014.
- Freitas, Maria C.P.** et al. *Abertura do Sistema Financeiro no Brasil nos Anos 90*. São Paulo: Fapesp/Ipea, 1999.
- GBP, G. B. P.** Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds 2014.
- Climate Bonds Initiative.** *Bonds and Climate Change: the State of the Market in 2012*. London. [http://www.climatebonds.net/files/uploads/2013/08/Bonds\\_Climate\\_Change\\_2013\\_A4.pdf](http://www.climatebonds.net/files/uploads/2013/08/Bonds_Climate_Change_2013_A4.pdf) 2013.
- Climate Bonds Initiative.** *Investor Appetite*. London 2015a.
- Climate Bonds Initiative.** *Second Opinion*. London 2015b.
- Climate Bonds Initiative.** *Green Bonds: Explaining green bonds*. London - <http://www.climatebonds.net/market/explaining-green-bonds> Acesso em 2015a.
- Climate Bonds Initiative.** *Green Issuers*. London - <http://www.climatebonds.net/market/green-issuers> Acesso em 2015b.
- Climate Bonds Initiative** *Investor Appetite*. London - <http://www.climatebonds.net/market/investor-appetite> Acesso em 2015c.
- Climate Bonds Initiative.** *Second Opinion*. London - <http://www.climatebonds.net/market/second-opinion> Acesso em 2015d.
- KPMG, K. I.** *Sustainable Insight Gearing up for green bonds - Key considerations for bond issuers* 2015.
- Martin, W. M.** *Socially Responsible Investing: The United Nations Principles. Business Review*, Cambridge, v. 10, n. 1, p. 136-141, 2008.
- Mathews, J. A.; Kidney, S.** *Climate bonds: mobilizing private financing for carbon management. Carbon Management*, v. 1, n. 1, p. 9-13, 2010. ISSN 1758-3004.
- Petrasek, L.** *Multimarket trading and the cost of debt: Evidence from global bonds*. 2010.
- Reichelt, H.** Green bonds: a model to mobilise private capital to fund climate change mitigation and adaptation projects. *The EuroMoney Environmental Finance Handbook*, p. 1-7, 2010.
- S&P, S. a. P.** *Ratings Criteria* 2015.
- Sachs, G.** 2014 *Environmental Finance Innovation Summit* 2014.
- Silva, Anderson C., Garrido, Fernando E. P., Carvalho, Lena O.** - *Evolução recente do mercado de títulos da Dívida Pública Federal, Tesouro, Governo Federal*, Parte 3 Capítulo 1. [http://www3.tesouro.gov.br/divida\\_publica/downloads/Parte%203\\_1.pdf](http://www3.tesouro.gov.br/divida_publica/downloads/Parte%203_1.pdf), acesso em 22/06/2015.
- WorldBank, W. B.** *Green Bond Symposium* 2013.



## ANEXOS

## SIGNATÁRIOS GREEN BOND PRINCIPLES

## INVESTIDORES

ACTIAM NV  
 BlackRock, Inc.  
 Blue Morpho Investments Zrt.  
 Breckinridge Capital Advisors, Inc.  
 British Columbia Investment Management Corporation (BCIMC)  
 California State Teachers' Retirement System (CalSTRS)  
 CM-CIC Asset Management  
 Erste Asset Management  
 Generation Investment Management LLP  
 Humanis Gestion d'Actifs  
 ING Groep N.V.  
 KfW (Kreditanstalt für Wiederaufbau)  
 MainStreet Capital Partners Ltd  
 Natixis Asset Management - Mirova  
 Neuflyze OBC Investissements  
 NN Investment Partners Holdings NV  
 OFI ASSET MANAGEMENT  
 PGGM Vermogensbeheer B.V. (PGGM Investment Management)  
 Standish Mellon Asset Management  
 State Street Global Advisors  
 TIAA-CREF Asset Management  
 TIAN Investment Privatfonds GmbH  
 Wasmer, Schroeder & Company, Inc.  
 Zurich Insurance Group

## EMISSORES

African Development Bank  
 Berlin Hyp AG  
 BNG Bank  
 Commonwealth of Massachusetts  
 District of Columbia Water and Sewer Authority ("DC WATER")  
 EDF SA  
 ENGIE (ex GDF Suez)  
 European Bank of Reconstruction and Development (EBRD)  
 European Investment Bank (EIB)  
 FMO (Nederlandse Financierings-Maatschappij voor Ontwikkelingslanden N.V.)  
 Hannon Armstrong Sustainable Infrastructure (HASI)  
 International Finance Corporation (IFC)  
 Kommunalbanken AS (KBN)  
 Nordic Investment Bank (NIB)  
 NRW.BANK  
 NWB Bank (Nederlandse Waterschapsbank N.V.)  
 Overseas Private Investment Corporation  
 Région Ile-de-France  
 Toronto-Dominion Bank  
 Unibail-Rodamco  
 Unilever  
 World Bank

## UNDERWRITERS

ABN AMRO Bank N.V.  
 Banca IMI SpA

Banco Santander  
 Bank of America - Merrill Lynch  
 Barclays Plc  
 BBVA (Banco Bilbao Vizcaya Argentaria)  
 Belfius Bank SA/NV  
 Bank of Montreal (BMO) Capital Markets  
 BNP Paribas  
 Caixa Bank S.A.  
 Casgrain & Company Limited  
 CastleOak Securities, L.P.  
 CIBC World Markets Inc.  
 Citi  
 CM-CIC securities  
 Commerzbank AG  
 Crédit Agricole CIB  
 Crédit Suisse AG  
 Daiwa Capital Markets Europe Ltd  
 Danske Bank  
 Deutsche Bank AG  
 DNB  
 DZ Bank AG  
 Goldman Sachs International  
 Handelsbanken Capital Markets  
 HSBC Bank Plc  
 Incapital LLC  
 ING Bank N.V.  
 JCI Capital Ltd  
 Jefferies International Ltd  
 JP Morgan Chase & Co  
 KBC Bank NV  
 LBBW (Landesbank Baden-Württemberg )  
 Lloyds Bank Plc  
 Mitsubishi UFJ Securities International Plc  
 Morgan Stanley & Co International Plc  
 National Australia Bank Ltd  
 National Bank Financial, Inc  
 Natixis  
 Nomura International Plc  
 Nordea Bank Finland Oyj  
 Piper Jaffray & Co  
 Rabobank (Coöperatieve Centrale Raiffeisen-Boerenleenbank B.A.)  
 RBC Europe Ltd  
 RBI (Raiffeisen Bank International AG)  
 Royal Bank of Scotland Plc (RBS)  
 Skandinaviska Enskilda Banken AB (SEB)  
 SMBC Nikko Capital Markets Ltd  
 Société Générale CIB  
 Standard Chartered Plc  
 Stifel, Nicolaus & Co, Inc  
 UBS Ltd  
 UniCredit Bank AG  
 Wells Fargo Bank, NA  
 Westpac Institutional Bank



## PARCEIROS CLIMATE BONDS STANDARTS

Rabobank
Royal Bank of Canada
HSBC
Nomura
UniCredit Bank
Credit Suisse
Standard Chartered
Barclays
Bloomberg
S&P Dow Jones Indices
Solactive
Claramondial
MSCI
Unep FI Principles for Sustainable Insurance
ICAP
CDP
The Network for Sustainable Financial Markets

Hannon Armstrong
Investor Group on Climate Change
Investor Network on Climate Risk
The Partnership on Sustainable Low Carbon Transport
Shearman & Sterling LLP
Actiam
Martin International
Dividend Solar
Munchener Hypothekenbank
ANZ Bank
Green Building Council Australia
The Swiss Secretariat for Economic Affairs
Clean Energy Finance Corporation
National Australia Bank Group
Allianz Global Investors
ABN AMRO
IISSD's International Institute for Sustainable Development

## DESTINO DOS RECURSOS

PRINCIPAIS INICIATIVAS DE INVESTIMENTO VIA CAPTAÇÃO POR GREEN BONDS.

Energia	Renovável Distribuição/Gerenciamento Armazenamento de energia Data Center usando energia renovável	Água	Investimento em águas pluviais Investimentos para lidar com a estiagem Tratamento de água e reciclagem Adaptação de hidrovias
Eficiência energética	Edifícios sustentáveis Residências sustentáveis Eficiência em produtos e serviços Aperfeiçoamento industrial	Uso da Terra	Florestas sustentáveis e a cadeia de suprimento Agricultura e a cadeia de suprimento
Transporte	Público sobre trilhos Infraestrutura para veículos elétricos Locação de bicicletas e infraestrutura Veículos de baixa emissão	Gerenciamento de resíduos	Tratamento de água poluída Captura de metano Tecnologias para energia a partir dos resíduos

FONTE: SANTANDER SUSTAINABLE BOND OVERVIEW

## AMOSTRA DE EMISSÕES DE GB EM 2014

NOME	EMIÇÃO	MOEDA	DATA DA EMISSÃO
University of Cincinnati	30.415.000	USD	Dec-14
Energia Eolica	204.000.000	USD	Dec-14
Massachusetts State College	91.375.000	USD	Dec-14
NAB	300.000.000	AUD	Dec-14
Utah State	21.390.000	USD	Dec-14
Vardar AS	300.000.000	NOK	Dec-14
Connecticut	60.000.000	USD	Dec-14
Rikshem AB	250.000.000	SEK	Dec-14
Rikshem AB	200.000.000	SEK	Dec-14
Spokane	181.225.000	USD	Dec-14
Credit Agricole CIB	32.000.000.000	IDR	Nov-14
East Central Wastewater - Florida	86.590.000	USD	Nov-14
Jefferson County	20.100.000	USD	Nov-14
OPIC	24.400.000	USD	Nov-14

FONTE: CLIMATE BONDS INITIATIVE

## AMOSTRA DE EMISSÕES DE GB EM 2015 EM JANEIRO E FEVEREIRO.

NOME	EMIÇÃO	MOEDA	DATA DA EMISSÃO
Credit Agricole	32.000.000.000	IDR	Feb-15
World Bank	436.000.000	INR	Feb-15
Credit Agricole	1.250.000.000	INR	Feb-15
KBN	500.000.000	USD	Feb-15
World Bank	348.500.000	INR	Jan-15
TerraForm Power	800.000.000	USD	Jan-15
Indiana University	58.960.000	USD	Jan-15
World Bank	91.042.000	USD	Jan-15
Massachusetts State Clean Water	228.155.000	USD	Jan-15

FONTE: CLIMATE BONDS INITIATIVE

### INSTRUÇÃO CVM NO 400 DE 29 DE DEZEMBRO DE 2003

Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário. Regula as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário e tem por fim assegurar a proteção dos interesses do público investidor e do mercado em geral, através do tratamento equitativo aos ofertados e de requisitos de ampla, transparente e adequada divulgação de informações sobre a oferta, os valores mobiliários ofertados, a companhia emissora, o ofertante e demais pessoas envolvidas.

**Art. 2º.** Toda oferta pública de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário e secundário, no território brasileiro, dirigida a pessoas naturais, jurídicas, fundo ou universalidade de direitos, residentes, domiciliados ou constituídos no Brasil, deverá ser submetida previamente a registro na Comissão de Valores Mobiliários - CVM, nos termos desta Instrução.

A distribuição pública de valores mobiliários somente pode ser efetuada com intermediação das instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários

**Art. 8º.** A CVM terá 20 (vinte) dias úteis, contados do protocolo, para se manifestar sobre o pedido de registro acompanhado de todos os documentos e informações que devem instruí-lo, que será automaticamente obtido se não houver manifestação da CVM neste prazo.

**Art. 11.** A companhia aberta que já tenha efetuado distribuição pública de valores mobiliários poderá submeter para arquivamento na CVM um Programa de Distribuição de Valores Mobiliários ("Programa de Distribuição"), com o objetivo de no futuro efetuar ofertas públicas de distribuição dos valores mobiliários nele mencionados.

**Art. 13.** A Os bancos múltiplos, os bancos comerciais, os bancos de investimento, as caixas econômicas e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES podem requerer à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários - SRE o registro de Programa de Distribuição Contínua.

**§ 1º** Podem ser objeto de Programa de Distribuição Contínua somente letras financeiras, desde que não sejam relacionadas a operações ativas vinculadas ou emitidas com cláusula de conversão da letra financeira em ações da instituição emitente.

**Art. 32.** A A primeira oferta pública registrada de ações emitidas por companhia em fase pré-operacional será distribuída exclusivamente para investidores qualificados.

**Art. 43.** É permitida a consulta a potenciais investidores pelo ofertante e pela instituição líder da distribuição para apurar a viabilidade ou o interesse de uma eventual oferta pública de distribuição, devendo esta consulta não exceder de 50 (cinquenta) investidores e ter critérios razoáveis para o controle da confidencialidade e do sigilo, caso já tenha havido a contratação prévia de instituição intermediária pelo ofertante.

**§1º** A consulta a potenciais investidores não poderá vincular as partes, sob pena de caracterizar distribuição irregular de valores mobiliários, sendo vedada a realização ou aceitação de ofertas, bem como o pagamento ou o recebimento de quaisquer valores, bens ou direitos de parte a parte.

**§2º** Durante a consulta a potenciais investidores, o ofertante e a instituição líder da distribuição deverão se acautelar com seus interlocutores, de que a intenção de realizar distribuição pública de valores mobiliários seja mantida em sigilo até a sua regular e ampla divulgação ao mercado, nos termos da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002.

**§3º** O ofertante e a instituição líder da distribuição deverão manter lista detalhada com informações sobre as pessoas consultadas, a data e hora em que foram consultadas, bem como a sua resposta quanto à consulta.

#### COLETA DE INTENÇÕES DE INVESTIMENTO

**Art. 44.** É permitida a coleta de intenções de investimento, com ou sem o recebimento de reservas, a partir da divulgação de Prospecto Preliminar e do protocolo do pedido de registro de distribuição na CVM.

### INSTRUÇÃO CVM NO 476 DE 29 DE DEZEMBRO DE 2003

Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados.

**Art. 5º.** A Aplicam-se às ofertas públicas distribuídas com esforços restritos as regras referentes à distribuição parcial previstas na norma que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário ou secundário.

**Art. 9º.** A A oferta pública de distribuição primária de ações, bônus de subscrição, debêntures conversíveis em ações ou certificados de depósito desses valores mobiliários distribuída com esforços restritos pode ser realizada com exclusão do direito de preferência ou com prazo para o exercício do direito de preferência menor que 5 (cinco) dias, na forma prevista no art. 172, inciso I, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976:

- I - desde que seja concedida prioridade aos acionistas na subscrição de 100% (cem por cento) dos valores mobiliários; ou
- II - se a realização da oferta sem a concessão de direito de prioridade for aprovada por acionistas que representem 100% (cem por cento) do capital social do emissor.



**FEBRABAN**  
Federação Brasileira de Bancos

**FGV EAESP**  
CENTRO DE ESTUDOS  
EM SUSTENTABILIDADE