

Para: Federação Brasileira de Bancos ("FEBRABAN")

18/04/2024

De: Mattos Filho

Ref.: ANÁLISE JURÍDICA SOBRE A CLASSIFICAÇÃO DOS CRÉDITOS DE CARBONO COMO VALORES MOBILIÁRIOS NO ÂMBITO DO PROJETO DE LEI Nº 182/2024 (2.148/2015)

Conforme solicitado pela Federação Brasileira de Bancos ("FEBRABAN"), o presente documento tem por objetivo analisar juridicamente a classificação dos créditos de carbono como valores mobiliários no âmbito do [Projeto de Lei nº 182/2024](#) (Projeto de Lei nº 2.148/2015 na Câmara dos Deputados) ("Projeto de Lei" ou "PL"), com vistas a **(i)** elaborar posicionamento com os argumentos favoráveis para defender a natureza jurídica de valor mobiliário aos créditos de carbono do mercado voluntário, bem como sugestões de alteração de redação do PL (**Anexo I**); **(ii)** responder aos questionamentos jurídicos acerca dos impactos prudenciais da atribuição da natureza jurídica de valor mobiliário aos créditos de carbono do mercado voluntário (**Anexo II**), bem como **(iii)** analisar as possíveis discussões e impactos tributários decorrentes (**Anexo III**).

Destacamos que o escopo do presente trabalho é exclusivamente legal, de modo que a análise a ser efetuada não terá como objetivo a validação de apurações e/ou procedimentos operacionais e/ou contábeis e/ou o cálculo da carga tributária. Desse modo, a análise do cumprimento de controles e procedimentos contábeis adotados e sua conformidade com as leis e regulamentos fiscais vigentes, bem como eventuais informações contábeis mencionadas, deverão ser objeto de validação de seus contadores e auditores e/ou terceiros.

PONTOS POSITIVOS DA ATRIBUIÇÃO DA NATUREZA JURÍDICA DOS CRÉDITOS DE CARBONO COMO VALOR MOBILIÁRIO

I. INTRODUÇÃO

I.1. O PROJETO DE LEI E UM BREVE HISTÓRICO DA EVOLUÇÃO DAS PREVISÕES REGULATÓRIAS SOBRE A NATUREZA JURÍDICA DO CRÉDITO DE CARBONO NO BRASIL

1. O (“Projeto de Lei” ou “PL”) tem como objetivo instituir o Sistema Brasileiro de Comércio de Emissões de Gases de Efeito Estufa (“SBCE”), ambiente regulado submetido ao regime de limitação das emissões de gases do efeito estufa (“GEE”) e de comercialização de ativos representativos de emissão, redução ou remoção de GEE.
2. Embora o Projeto de Lei refira-se ao mercado regulado de carbono, a sua redação atual acaba por abordar pontos muito relevantes sobre o mercado voluntário de carbono e sua intersecção com o SBCE, dentre os quais está a atribuição da natureza jurídica dos créditos de carbono.
3. Antes de adentrar a análise das previsões do PL sobre os créditos de carbono, faz-se necessário retomar a forma como a legislação nacional tem tratado o assunto para entender as lacunas hoje existentes e como o PL pode servir de instrumento para trazer maior segurança jurídica para o mercado voluntário de carbono.
4. No Brasil, o primeiro marco legal que mencionou um mercado de redução de emissões foi a Política Nacional sobre Mudança do Clima (“PNMC”), instituída pela [Lei nº 12.187/2009](#).
5. Na PNMC consta o objetivo de estimular o desenvolvimento do Mercado Brasileiro de Redução de Emissões (“MBRE”), definido como um ambiente de negociação de **títulos mobiliários representativos de emissões de gases de efeito estufa evitadas certificadas** que seria operacionalizado em bolsas de mercadorias e futuros, bolsas de valores e entidades de balcão organizado, autorizadas pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”).

6. Já o Código Florestal, instituído pela [Lei nº 12.651/2012](#), define em seu art. 3º, inciso XXVII, o crédito de carbono como “**título de direito sobre bem intangível e incorpóreo transacionável**”¹.

7. Em 2022, foi editado o [Decreto nº 11.075/2022](#), posteriormente revogado pelo [Decreto nº 11.550/2023](#), que definia em seu art. 2º, inciso I, o crédito de carbono como “**ativo**

¹ Art. 3º Para os efeitos desta Lei, entende-se por: (...) XXVII - crédito de carbono: título de direito sobre bem intangível e incorpóreo transacionável.

financeiro, ambiental, transferível e representativo de redução ou remoção de uma tonelada de dióxido de carbono equivalente, que tenha sido reconhecido e emitido como crédito no mercado voluntário ou regulado”².

8. No mesmo ano, sinalizando no sentido contrário ao Decreto nº 11.075/2022, o Banco Central do Brasil (“BCB”) editou a [Instrução Normativa nº 325/2022](#), prevendo que certificados de crédito de carbono e de crédito de descarbonização (“CBIO”) são classificados como “**outros ativos não financeiros**”, conforme a rubrica “1.9.8.90.30-4 Ativos de sustentabilidade, que se destina ao registro dos investimentos em ativos relacionados a mecanismos de sustentabilidade socioambiental e climática, inclusive certificados de Crédito de Carbono e de Crédito de Descarbonização – CBIO”.

9. Como é possível identificar a partir da breve descrição do panorama legal e regulatório brasileiro acima, há atualmente uma completa indefinição em relação à natureza jurídica dos créditos de carbono, considerando a existência de diversos normativos vigentes com previsões dissonantes sem, contudo, delimitar em que ambientes e tipos de operação cada uma delas se aplicaria.

10. Essa incerteza jurídica é entendida por diversos agentes do mercado como fator limitante para a realização de investimentos no mercado voluntário de carbono, o que acaba impedindo o desenvolvimento de todo o seu potencial econômico e enquanto uma ferramenta no combate às mudanças climáticas.

11. Diante desse cenário, entende-se que o PL é o instrumento adequado para buscar trazer mais segurança jurídica no que tange a definição da natureza jurídica do crédito de carbono no Brasil, endereçando indiretamente aspectos práticos como, por exemplo, quais agentes do mercado podem investir e negociar créditos de carbono no mercado voluntário e como podem fazê-lo.

12. Partindo da premissa de que há o interesse em ampliar o mercado voluntário de carbono e considerando o papel importante que o mercado financeiro e de capitais pode desempenhar nessa expansão caso a legislação proporcione a segurança jurídica necessária para a realização de investimentos, existem robustos argumentos para se defender a atribuição da natureza jurídica de **valor mobiliário** aos créditos de carbono no âmbito do PL.

I.2. NATUREZA JURÍDICA DE VALOR MOBILIÁRIO

13. Nesse sentido, cumpre esclarecer o conceito e a legislação aplicável aos valores mobiliários.

² Art. 2º Para fins do disposto neste Decreto, consideram-se: I - crédito de carbono - ativo financeiro, ambiental, transferível e representativo de redução ou remoção de uma tonelada de dióxido de carbono equivalente, que tenha sido reconhecido e emitido como crédito no mercado voluntário ou regulado.

14. A primeira conceituação de valor mobiliário foi introduzida pela [Lei nº 6.385/1976](#) ("Lei de Mercado de Capitais"), responsável por reformular a estrutura então vigente do mercado de capitais brasileiro e por criar a CVM. À época, o regulador brasileiro, seguindo tendências internacionais, optou por um regime restritivo no que tange a classificação de determinado ativo como valor mobiliário, apresentando um rol taxativo dos instrumentos que estariam sujeitos à Lei nº 6.385/1976 e, portanto, ao regime de supervisão da CVM.

15. Não obstante, a evolução do mercado de capitais e a experiência internacional ensejaram, em 1998, por meio da Medida Provisória nº 1.637 (convertida na [Lei nº 10.198/2001](#)), a inclusão da seguinte nova modalidade no rol anteriormente limitado: "*contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros*".

16. Inspirada na experiência americana e em disputas a respeito do enquadramento ou não de certos ativos como valores mobiliários, tal conceito é análogo ao entendimento consagrado pela jurisprudência norte-americana e adotado pela *Securities and Exchange Commission* em sua atuação regulatória, abrangendo quatro elementos principais: (i) investimento em dinheiro, (ii) empreendimento comum, (iii) expectativa de lucro, e (iv) gestão do empreendedor ou de terceiros.

17. A Lei de Mercado de Capitais sofreu, ainda, outra alteração em 2001, por meio da qual a [Lei nº 10.303/2001](#) revisou o conceito de valor mobiliário no Direito Brasileiro, introduzindo novos ativos e instrumentos ao rol taxativo de valores mobiliários, além do conceito de contrato de investimento coletivo, acima mencionado.

18. Assim, o conceito de valor mobiliário no Direito Brasileiro é dual, pois comporta um rol taxativo de ativos e instrumentos que são classificados como tal, bem como um conceito aberto de contrato de investimento coletivo, em que relações jurídicas que apresentem os quatro elementos acima citados são, também, considerados valores mobiliários.

19. Isso significa que, uma vez que uma lei superveniente classifique algum ativo como valor mobiliário, assim esse será tratado no Direito Brasileiro, e, portanto, estará sujeito ao regime regulatório do mercado de valores mobiliários, supervisionado e regulado pela CVM.

II. CRÉDITO DE CARBONO COMO VALOR MOBILIÁRIO

20. Considerando a viabilidade da classificação do crédito de carbono como valor mobiliário quando negociado no mercado financeiro e de capitais se feito por meio de lei, elencamos abaixo os principais argumentos, bem como indicamos a existência de impactos positivos e outras eventuais repercussões relevantes decorrentes da atribuição dessa classificação.

II.1. ABERTURA AO MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS E SISTEMA BANCÁRIO

21. A classificação dos créditos de carbono como valores mobiliários integrará tais ativos ao mercado de capitais, o que conferirá maior segurança jurídica aos negócios e operações com

eles realizadas. O mercado de capitais brasileiro não apenas conta com um arcabouço regulatório robusto, alinhado com os padrões internacionais, como também é supervisionado pela CVM, órgão regulador experiente e especializado tecnicamente. Assim, aproveitar a estrutura legal e regulatória do mercado de capitais, aprimorada ao longo de décadas e conhecida pelos diferentes agentes de mercado, pode ser mais eficiente e seguro do que a criação de um arcabouço específico para os créditos de carbono.

22. As vantagens proporcionadas pela inserção dos créditos de carbono no mercado de capitais para todos os setores e players do mercado vão além de aspectos jurídicos. Participam do mercado de capitais uma variedade de agentes, com interesses e obrigações diversos, o que garante o dinamismo próprio do segmento. Nesse sentido, créditos de carbono considerados valores mobiliários poderiam ter sua cotação divulgada publicamente, ser objeto de análise pelo mercado, contar com prestadores de serviços e *gatekeepers* especializados. Tudo isso ajudaria a disseminar informações sobre essa classe de ativo e a fomentar uma cultura de investimento para o desenvolvimento de diversos setores que atualmente já participam do mercado voluntário de carbono como geradores e/ou consumidores de créditos de carbono, a exemplo dos setores financeiro, industrial e do agronegócio.

23. A atribuição de natureza jurídica de valor mobiliário aos créditos de carbono terá inúmeras implicações regulatórias em como os ativos são representados e negociados. Dentre elas, destacam-se o regime regulatório sobre registro de emissores, ofertas públicas, intermediação, escrituração, custódia, depósito centralizado/registro, compensação e liquidação e administração de mercados organizados. Algumas dessas implicações deverão ser discutidas com a CVM e o mercado em geral, considerando as características próprias dos créditos de carbono e do mercado voluntário de carbono em que eles estão inseridos de forma a não onerar, considerando, por exemplo, a possibilidade de dispensa de registros específicos, conforme já previsto no texto atual do PL para os ativos do SBCE e o Certificado de Recebíveis Ambientais ("CRAM").

24. No que se refere à regulamentação da CVM que será aplicável aos emissores e às emissões de créditos de carbono, não é possível prever, de antemão, a quanto do regime regulatório atual será estendido a esse novo ativo. Tal imprevisibilidade é ocasionada pelo fato de que o processo regulatório será iniciado somente após a caracterização legislativa do ativo como valor mobiliário.

25. Nesse sentido, é possível afirmar que o ponto de partida para as discussões seriam os normativos atuais da autarquia, que exigem o registro tanto do emissor, quanto da distribuição do valor mobiliário em si, sendo que os debates futuros sobre o tema poderiam, eventualmente, levar à dispensa de tais requisitos.

26. Em suma, tais disposições buscam assegurar a existência e titularidade dos valores mobiliários, a divulgação apropriada de informações ao mercado e a formação de ambientes de negociação seguros. Sem a intenção de esgotar as discussões sobre o tema, a tabela abaixo analisa sucintamente as implicações que viriam a ser aplicáveis aos créditos de carbono com base

na regulamentação vigente publicada pela CVM, sem prejuízo de eventual regulamentação superveniente específica sobre o tema:

Regime Regulatório	Normas da CVM	Implicações para os créditos de carbono ^{*3}
Registro de emissores	<u>Resolução da CVM nº 80, de 29 de março de 2022</u>	Emissores de valores mobiliários devem ser registrados junto à CVM e prestar informações periódicas e eventuais ao mercado.
	<u>Resolução da CVM nº 60, de 23 de dezembro de 2021</u>	Pode-se avaliar a criação de um regime próprio de registro e de divulgação de informações para emissores de créditos de carbono, a exemplo das companhias securitizadoras de direitos creditórios.
Oferta Pública	<u>Resolução da CVM nº 160, de 13 de julho de 2022</u>	Oferta públicas de valores mobiliários são sujeitas a registro junto à CVM, seja pelos ritos ordinário ou automático. Tal expediente garante que os investidores tenham acesso a informações sobre os valores mobiliários ofertados de forma adequada ao seu porte e apetite de risco.
	<u>Resolução da CVM nº 8, de 14 de outubro de 2020</u>	É possível discutir a criação de um rito específico para registro de ofertas de créditos de carbono ou até mesmo dispensar esse requisito em algumas circunstâncias. São exemplos desse último caso as ofertas públicas de certificado de operações estruturadas ("COE"), letras financeiras ("LF") e letras imobiliárias garantidas ("LIG").
Intermediação	<u>Resolução da CVM nº 35, de 26 de maio de 2021</u>	Tanto em ofertas públicas como em operações cursadas em mercados regulados, a negociação ou colocação de valores mobiliários deve ser realizada por intermediários.
	<u>Resolução da CVM nº 161, de 13 de julho de 2022</u>	Tais intermediários são supervisionados pela CVM e devem seguir padrões de conduta definidos pela regulamentação, tais como atuar com diligência e realizar <i>suitability</i> de investidores.
Negociação em Mercados Regulados	<u>Resolução da CVM nº 135, de 10 de junho de 2022</u>	Valores mobiliários negociados em mercados regulados, seja mercado de balcão não-organizado, balcão organizado ou bolsa, devem seguir regras específicas.

³ *Quando negociados no mercado financeiro e de capitais.

		Os ambientes ou sistemas de negociação dos mercados regulados poderão assegurar a transparência das ofertas e operações realizadas e propiciar uma adequada formação de preços dos créditos de carbono.
Escrituração	<u>Resolução da CVM nº 33, de 19 de maio de 2021</u>	O escriturador será responsável pela manutenção, em sistemas informatizados, de registro dos créditos de carbono. Isso garantirá integridade à representação eletrônica do referido título. O escriturador também deverá tratar eventos relativos aos créditos de carbono, tais como suas transferências e aposentadorias.
Depósito Centralizado / Custódia	<u>Resolução da CVM nº 31 de 19 de maio de 2021</u>	O depósito centralizado é um requisito para a negociação de valores mobiliários em bolsa ou balcão organizado. Tal regime significa que a representação e a transferência do ativo depositado devem ocorrer exclusivamente nos sistemas do depositário central. Isso confere maior segurança para investidores deterem a titularidade do ativo e realizarem transações.
	<u>Resolução CVM nº 32, de 19 de maio de 2021</u>	Investidores poderão dispor dos créditos de carbono sujeitos a depósito centralizado por meio da contratação de um custodiante registrado na CVM, que será responsável por acessar os sistemas do depositário central em seu benefício.

27. Além da regulamentação referente à forma de representação e negociação dos créditos de carbono, a atribuição da natureza de valor mobiliário também contará com a vantagem de atrair a fiscalização da CVM. O seu enquadramento como valor mobiliário levaria a distribuição e negociação do crédito de carbono a ser escopo de competência da CVM e, portanto, sujeito à sua atividade normativa e fiscalizatória, tornando dispensável o registro de informações sobre as transações envolvendo os créditos de carbono em cartório, e evitando os custos relacionados a tais registros.

28. Essa solução traria como vantagens evidentes aplicar ao mercado voluntário de carbono uma disciplina legal e regulatória existente e testada, com maior previsibilidade para os agentes, e com economia de recursos para o Poder Público, uma vez que não seria necessária a criação de uma entidade reguladora.

29. Em razão disso, eventuais ilícitos cometidos na estruturação e negociação de créditos de carbono no mercado financeiro e de capitais terão tratamento regulatório e criminal específico,

a exemplo do *insider trading* e da manipulação de mercado.⁴ Isso poderia ajudar a coibir o risco de cometimento de fraudes contra investidores, como pirâmides financeiras, o que constitui um problema comum em mercados pouco consolidados.

30. Ademais, ilícitos relativos a créditos de carbono negociados no mercado financeiro e de capitais poderão ser objeto de processos administrativos instaurados pela CVM.⁵ A análise e discussão do tema em um fórum técnico especializado poderá ser uma fonte alternativa para a disseminação de informações para o mercado. A jurisprudência sobre crédito de carbono poderá tratar de aspectos práticos referentes à negociação de tais ativos, pouco esclarecidos nas normas sobre o tema. A longo prazo, isso poderá fomentar ainda mais o mercado voluntário de carbono.

31. A classificação como valor mobiliário, assim, pode ter o efeito de reduzir o custo de observância regulatória por parte dos potenciais investidores e do mercado que tenham o interesse em realizar investimentos para a criação de créditos de carbono (mercado primário) bem como para sua negociação em mercados organizados (mercado secundário).

32. Portanto, verifica-se que o tratamento do crédito de carbono como valor mobiliário é uma medida viável para incentivar este mercado no Brasil. Esse posicionamento pode ser defendido tanto por razões macro, considerado aspectos conceituais e históricos do mercado de capitais brasileiro, como por fundamentos mais específicos, como a atração da regulamentação vigente e do poder fiscalizatório da CVM.

33. Ainda, caso os créditos de carbono venham a ser detidos por instituições financeiras, a caracterização como valores mobiliários permitirá que sejam mantidos na carteira bancária ou de negociação das instituições financeiras, possivelmente sujeitos a um tratamento, para fins de capital prudencial, melhor do que em caso de outras naturezas (particularmente de ativos intangíveis). Considerando que a exigência de capital prudencial é um dos elementos que compõem o custo das operações realizadas pelas instituições financeiras, um melhor enquadramento nesse sentido poderá, inclusive, trazer uma redução do custo atrelado a operações que tenham créditos de carbono como lastro.

II.2. PREVISÃO DE IMPACTOS FINANCEIROS E ECONÔMICOS DA CLASSIFICAÇÃO DOS CRÉDITOS DE CARBONO COMO VALORES MOBILIÁRIOS

34. A fim de ilustrar os impactos financeiros e econômicos da classificação dos créditos de carbono como valores mobiliários, sobretudo considerando o tratamento prudencial que passaria a ser conferido a tais ativos, vale destacar que:

⁴ O *insider trading* é regulado pelo art. 27-D da Lei nº 6.385/1976 e Instrução da CVM nº 44/2021, ao passo que a manipulação de mercado é prevista no Art. 27-C da Lei nº 6.385/1976 e Instrução da CVM nº 62/2022.

⁵ Sob o regime da Lei nº 13.506/2017 e da Instrução CVM nº 45/2021.

- (i) considerando que o valor referente aos ativos intangíveis mantidos por determinada instituição financeira devem ser deduzidos diretamente do Capital Principal,⁶ eventual caracterização dos créditos de carbono como ativos intangíveis resultaria em exigência de alocação de capital em valor correspondente à integralidade do investimento realizado – ou seja, em um cenário em que uma instituição financeira detenha em seus ativos o valor equivalente a R\$ 1 bilhão em créditos de carbono, esta instituição deveria realizar aporte em montante de igual valor para fins de cumprimento dos requerimentos mínimos de capital. Sendo assim, este tratamento prudencial acabaria por inviabilizar ou desincentivar a manutenção de créditos de carbono nos balanços de instituições financeiras;
- (ii) em contraste ao disposto no item '(i)', acima, uma operação de crédito imobiliário de R\$ 1 bilhão, por exemplo, requer aproximadamente R\$ 24 milhões na alocação de capital pela mesma instituição financeira – i.e., apenas 2,4% da alocação de um ativo intangível do mesmo montante. Por sua vez, uma operação de crédito de R\$ 1 bilhão realizada junto a uma empresa de grande porte teria uma alocação de capital requerida de R\$ 52 milhões para a instituição financeira em questão;
- (iii) logo, a fim de estimular o setor e conferir aos créditos de carbono um tratamento prudencial compatível com aquele conferido a outras operações tradicionais de instituições financeiras, mantendo o apetite destas instituições por esses ativos, é possível defender que o tratamento prudencial dos créditos de carbono que sejam considerados valores mobiliários deveria seguir as recomendações internacionais sobre o tema, considerando: **(a)** ponderação de riscos de 100% (cem por cento) caso os ativos estejam classificados na carteira bancária da instituição financeira, e **(b)** ponderação de riscos de 60% (sessenta por cento) caso estejam classificados na carteira de negociação da instituição financeira.⁷ Diferentemente do cenário previsto no item '(i)' acima, nesses casos, se determinada instituição financeira detiver em seus ativos o valor equivalente a R\$ 1 bilhão em créditos de carbono, o requerimento de capital seria de R\$ 80 milhões e R\$ 48 milhões, respectivamente.

⁶ Art. 5º, inciso II, c/c art. 4º, inciso II, alínea "g" da Resolução CMN nº 4.955/2021.

⁷ Conforme classificação e fator de ponderação atribuídos pelo Comitê de Basileia, por meio do documento "Minimum capital requirements for market risks", disponível em: [link](#), conforme esclarecido acima.

II.3. PROTEÇÃO DA POUPANÇA PÚBLICA E DO INVESTIDOR

35. Nos termos do art. 192⁸ da Constituição Federal, o sistema financeiro nacional deve ser estruturado de maneira a promover o desenvolvimento do país e servir aos interesses da coletividade. É competência da CVM, com fulcro no artigo 4º da Lei de Mercado de Capitais⁹, proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado.

36. Assim, a importância de se determinar quais títulos efetivamente são valores mobiliários decorre da necessidade de definir o escopo de atuação da CVM, para que supervisione a emissão e distribuição desses ativos no mercado e, com isso, tutele os investidores. Tal proteção, baseada no princípio da hipossuficiência de tais participantes, visa, em última instância, resguardar a poupança pública.

37. Para tanto, a Autarquia constituiu um aparato regulatório que garante a confiabilidade dos processos, emissores e valores mobiliários ofertados. Este arcabouço cobre todos os ativos sob sua supervisão (ou seja, os valores mobiliários), assim como os investidores a eles conectados. Dessa maneira, em sendo um valor mobiliário, o crédito de carbono e, sobretudo, os agentes que neles desejem investir, estarão sujeitos ao poder regulador e fiscalizador da CVM, proporcionando segurança aos investidores.

II.4. IMPACTOS POSITIVOS NOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

38. Os fundos de investimento são um dos grandes pilares do mercado de capitais. Por serem veículos que permitem a captação de todos os tipos de investidores (varejo, *private banking*, investidores não residentes, fundos de pensão, seguradoras, bancos de fomento etc.) e por serem maleáveis e dinâmicos, o que lhes permite investir em praticamente todos os segmentos, os fundos de investimento são um dos grandes motores da economia real brasileira. Representam, hoje, mais de R\$ 8 trilhões em patrimônio líquido doméstico¹⁰.

39. Quando se analisa a possibilidade de estruturação de um fundo de investimento para aquisição de determinado ativo, o primeiro questionamento que vem à tona reside no enquadramento da carteira. Como os fundos de investimento são regulados e registrados junto

⁸ Art. 192. O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram.

⁹ Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: a) emissões irregulares de valores mobiliários; b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários. c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.

¹⁰ ANBIMA. Consolidado Diário de Fundos de Investimento, 23 de fevereiro de 2024. Disponível em https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-diario.htm

à CVM, os fundos podem adquirir apenas determinados ativos que estejam previstos expressamente na regulamentação. Naturalmente, esses ativos incluem valores mobiliários.

40. É justamente por conta dessa discussão sobre enquadramento de carteira que os créditos de carbono estão, ainda, à margem da indústria de fundos de investimento. Por serem ativos relativamente recentes no universo do mercado de capitais e não terem sua natureza jurídica definida em lei, os fundos de investimento não podem adquirir créditos de carbono diretamente em sua carteira; particularmente, por não serem considerados "valores mobiliários".

41. Atualmente, a indústria de fundos de investimento só viabiliza a aquisição de créditos de carbono por meio de investimentos indiretos, como, por exemplo, por meio da interposição de uma *holding* em fundos que permitiriam investimento em sociedades empresárias (em especial, fundos de investimento em participações – FIP). Essas estruturas acabam sendo ineficientes tanto do ponto de vista fiscal quanto operacional, o que reduz ou inviabiliza o interesse do mercado nesta classe de ativos.

42. É nesse sentido que a classificação do crédito de carbono como "valor mobiliário" teria impactos significativos para o mercado, haja vista que todas as categorias de fundos de investimento (FIF, FIDC, FIP, FII, FIAGRO), via de regra e observadas as especificidades de cada regulamentação, poderiam adquirir valores mobiliários diretamente em sua carteira.

43. A classificação dos créditos de carbono como valores mobiliários também eliminaria discussões antigas e proporcionaria maior segurança jurídica. A CVM, como órgão regulador, desempenharia um papel fundamental na definição de condições e requisitos para a negociação desses ativos, alinhando-se às melhores práticas de mercado e garantindo uma abordagem consistente e uniforme.

44. Especificamente, o movimento acima descrito seria particularmente significativo para três segmentos distintos, cada um com suas próprias nuances e potencialidades, conforme descritos abaixo:

- (i) Os fundos de investimento financeiros – FIF se beneficiariam consideravelmente com a ampliação da definição de ativos financeiros para incluir os créditos de carbono como valores mobiliários. Atualmente, esses fundos já contam com previsão regulatória para investir em ativos financeiros, conforme estabelecido na Resolução CVM nº 175, mas estão restritos ao mercado regulado – ou seja, ainda não há fundos financeiros negociando créditos de carbono no Brasil. No entanto, ao classificar os créditos de carbono como valores mobiliários, essa definição poderia ser expandida, aproveitando a segurança, o *disclosure* e as garantias adicionais que decorrem do regime de mercado de capitais.
- (ii) Os fundos de investimento imobiliário – FII também se destacam como potenciais beneficiários dessa mudança de paradigma. Muitos desses fundos são titulares de imóveis rurais e, portanto, potenciais originadores de crédito de carbono. Porém, sem

uma classificação desses ativos como valor mobiliário, os fundos imobiliários enfrentam restrições significativas para incluí-los em suas carteiras. Ao reconhecer os créditos de carbono como valores mobiliários, esses fundos poderiam otimizar seus portfólios, incorporando ativos sustentáveis e alinhando-se com uma agenda de investimento sustentável. Isso não apenas fortaleceria sua posição no mercado, mas também contribuiria para o avanço da sustentabilidade no setor imobiliário.

- (iii) Os fundos de investimento em direitos creditórios – FIDC também surgiriam como uma alternativa a mais para o financiamento de projetos de carbono, especialmente em estruturas de financiamento e securitização em que o fundo antecipa um fluxo futuro de créditos de carbono a serem gerados no âmbito de projetos de carbono, ou, ainda, por meio de contratos *take or pay*, entre outras estruturas que são atualmente utilizadas pelos participantes desse mercado. Considerando que os créditos de carbono não são considerados pela CVM como “direitos creditórios”, os FIDC acabam não sendo utilizados como uma alternativa para financiamento desses projetos. A caracterização como valor mobiliário, neste sentido, poderia facilitar as discussões de enquadramento de créditos de carbono para os FIDC.
- (iv) Por fim, os fundos de investimento em cadeias agroindustriais – FIAGRO emergem como um possível terreno fértil para a originação e a negociação de créditos de carbono, a depender de alterações na legislação que expressamente a permitam. Esses fundos, que são relativamente novos na indústria de fundos de investimento, têm o potencial de desempenhar um papel crucial na promoção de práticas agrícolas sustentáveis e na redução das emissões de carbono associadas às cadeias de produção.

45. Vale ressaltar que a própria CVM reconhece esse potencial e incluiu os créditos de carbono negociados no mercado voluntário de carbono, expressamente, como ativos passíveis de aquisição pelos FIAGRO. Esta proposta consta na minuta do Edital de Consulta Pública SDM 03/2023, que propõe a edição de uma resolução específica para regulamentação do FIAGRO. Porém, até regulamentação vindoura, os FIAGRO atualmente não podem adquirir créditos de carbono diretamente em sua carteira, justamente por não se enquadrarem como valores mobiliários. Essa definição resolveria de imediato este problema, além de contribuir para uma maior segurança jurídica mesmo quando implementada a nova regulamentação, mitigando preocupações que a CVM ainda tem em relação aos créditos de carbono na carteira desses fundos (*disclosure* de informações, registro e custódia desses ativos etc.).

46. Em resumo, enquadrar os créditos de carbono como valores mobiliários representaria um marco significativo para a indústria de fundos de investimento, trazendo consigo um impacto positivo e imediato. A regulação da CVM proporcionaria um ambiente mais seguro e transparente, enquanto a inclusão desses ativos nas carteiras de fundos ampliaria significativamente as oportunidades de investimento, promovendo a diversificação de portfólio. Essa medida não apenas fortaleceria o mercado de capitais, mas também contribuiria para o avanço da economia

sustentável, incentivando investimentos em projetos e iniciativas voltadas para a mitigação das mudanças climáticas e impulsionando a adoção de práticas de investimento sustentável.

47. Em última instância, a classificação do crédito de carbono como valor mobiliário abriria um novo horizonte para estruturas de financiamento e captação para os desenvolvedores e demais *stakeholders* do mercado voluntário de carbono. Essa abertura ao universo dos fundos de investimento contribuiria para uma “desbancarização” do mercado de carbono, que poderia se ver enclausurado caso as alternativas de financiamento se limitassem à utilização dos créditos como lastro de outras espécies de valores mobiliários de emissão de securitizadoras (certificados de recebíveis) que são tipicamente “encarteirados” junto a instituições financeiras. A abertura de mercados – não custa lembrar – resulta em maior diversificação, incentiva a livre concorrência e, por conseguinte, resulta em taxas mais atrativas aos *players* do mercado, o que gera um ciclo próspero de cada vez mais incentivo à descarbonização.

II.5. O LASTRO AMBIENTAL DO CRÉDITO DE CARBONO SE CLASSIFICADO COMO VALOR MOBILIÁRIO

48. Em que pese a atribuição de natureza jurídica dos créditos de carbono como valor mobiliário atraia a supervisão da CVM para as situações em que eles sejam transacionados em mercado financeiro e de capitais, é importante destacar que o lastro ambiental dos créditos de carbono – a garantia de que o crédito foi gerado a partir de uma atividade que efetivamente reduziu emissões ou removeu CO₂ equivalente da atmosfera – a rigor permaneceria sob a responsabilidade da certificadora responsável pela emissão do crédito de carbono, como já ocorre no mercado voluntário de carbono no Brasil.

49. Isso porque, atualmente já compete à certificadora¹¹ avaliar todas as informações sobre o projeto de carbono no âmbito do qual os créditos de carbono serão gerados, garantindo que efetivamente ocorreu a redução de emissão ou a remoção de gases de efeito estufa, inclusive pelo credenciamento de validadores que verificam *in loco* a ocorrência desses eventos, e avaliam se o projeto se desenvolveu em estrito atendimento às metodologias existentes, definidas com base em preceitos técnicos.

50. Como exemplo, citamos a Verra, uma das principais certificadoras do mercado voluntário de carbono, que criou o padrão de certificação *Voluntary Carbon Standards* (“VCS”). O processo de certificação do VCS e sua compra e venda compreende as seguintes etapas:

- (i) Project Design Document (“PDD”):** elaboração do documento chamado *Project Design Document* que, entre outros aspectos relevantes para o desenvolvimento do

¹¹ De acordo com os standards das certificadoras mais utilizadas e reconhecidas internacionalmente como a Verra e Gold Standard, e Global Carbon Council.

projeto de carbono, estima a quantidade e o período de geração dos créditos de acordo com a metodologia de quantificação adequada à atividade.

- (ii) **Relatório de validação:** O PDD é submetido à validação, em um processo de auditoria independente conduzido por uma empresa credenciada pelo padrão de certificação, que emitirá um relatório ao final da análise.
- (iii) **Relatório de monitoramento:** Traz dados e informações relacionados ao monitoramento das reduções de GEE ou remoções.
- (iv) **Relatório de verificação:** Atesta o volume de créditos gerados no período apurado.
- (v) **Emissão dos créditos:** Com os relatórios de monitoramento e verificação, o desenvolvedor do projeto poderá pleitear a emissão dos créditos no período. Os créditos terão um número de série único e serão depositados na conta do desenvolvedor – que pode transferi-los.
- (vi) **Eventual compra e venda dos créditos:** a comercialização dos créditos normalmente é realizada pela assinatura de um contrato de compra e venda;

51. **Aposentadoria e Cancelamento:** quando utilizados para fins de compensação os créditos devem ser aposentados e quando identificadas inconsistências, devem ser cancelados. Ainda, é importante destacar que é essencial e muito relevante para as certificadoras que o mercado voluntário de carbono possua alta integridade e transparência. Há uma incessante busca de aprimoramento e qualidade do crédito por parte das certificadoras, que possuem a função de garantir o lastro ambiental, de forma que as metodologias e requisitos são frequentemente atualizados, para suprir as demandas específicas do mercado e assegurar um crédito fundamentado em práticas integrais e transparentes. Ou seja, a classificação do crédito de carbono como valor mobiliário auxiliaria as certificadoras para assegurar a qualidade do crédito, considerando o arcabouço legal e poder fiscalizatório da CVM.

52. Dessa forma, entendemos que não estaria abarcado na competência da CVM assegurar ou fiscalizar a substância do lastro ambiental dos créditos de carbono, mas sim de regular e fiscalizar a oferta destes títulos ao público investidor, bem como a negociação destes em mercados organizados de valores mobiliários, impondo requisitos de *full and fair disclosure* para os emissores e ofertantes destes instrumentos. A classificação destes instrumentos como valor mobiliário não fará com que o papel das certificadoras seja diminuído ou alterado, uma vez que o lastro ambiental permanecerá vinculado ao processo de certificação.

53. Em outras palavras, com a atribuição da natureza jurídica de valor mobiliário ao crédito de carbono, não se pretende alterar como o lastro ambiental se dá, mas apenas criar a possibilidade desses ativos serem comercializados em outros mercados e acessarem mais capital.

II.6. IMPACTOS NOS PROJETOS E NO MERCADO VOLUNTÁRIO DE CARBONO

54. No mesmo sentido, a atribuição da natureza jurídica de valor mobiliário aos créditos de carbono transacionados no mercado financeiro e de capitais não impediria ou impactaria a forma como as negociações bilaterais desses ativos acontecem. Ou seja, desde que o crédito não seja ofertado no mercado financeiro ou de capitais, esse tipo de negociação particular continuará acontecendo como já ocorre atualmente no mercado voluntário de carbono.

55. Por outro lado, eventual distribuição pública dos créditos de carbono deverá ser antecedida de registro na CVM, nos termos da Lei de Mercado de Capitais. Com isso, é de se esperar que haja alterações à [Resolução da CVM nº 160/2022](#), que atualmente dispõe sobre ofertas públicas de distribuição valores mobiliários, para prever regras específicas aplicáveis à distribuição pública de créditos de carbono. Em especial, seriam regulamentados o conteúdo mínimo informacional de documentos e materiais publicitários acerca da oferta, de forma a tutelar os investidores assegurando o conteúdo mínimo necessário para a tomada de decisão de investimento em créditos de carbono ofertados publicamente.

56. Adicionalmente, a admissão dos créditos de carbono à negociação no mercado secundário de valores mobiliários resultará na aplicação da [Resolução da CVM nº 135/2022](#), aplicável a entidades administradoras de mercado organizados de valores mobiliários, sendo de se esperar que a CVM edite tal regra para refletir este entendimento. Fora isso, também será necessário definir o ambiente de negociação de tais ativos, que poderia em tese se dar em mercado de bolsa ou em balcão organizado, tendo tal decisão implicações para a dinâmica de negociação.

57. A definição das informações de divulgação obrigatória dependerá da avaliação do regulador, precedida de consulta pública, sobre quais informações são relevantes para constar do *disclosure* necessário para esta decisão.

58. Uma vez que as informações necessárias para avaliação do investimento em créditos de carbono não estão relacionadas ao desempenho financeiro ou operacional do emissor, mas sim às características do projeto ou atividade capaz de gerar a remoção ou redução de emissões, é razoável antecipar que a regulamentação direcione o *disclosure* mínimo visando garantir a prestação de informações adequadas sobre as próprias emissões reduzidas representadas pelos certificados e suas respectivas verificações, posto que a qualidade e a verificabilidade destas informações se demonstram muito mais relevantes para a tomada de decisão do investidor do que os requisitos exigidos para os emissores de valores mobiliários representativos de investimentos de capital ou de dívida.

59. Neste sentido, a regulação a ser editada pela CVM acerca dos créditos de carbono como valores mobiliários poderia prescindir de exigir que o emissor do crédito de carbono tenha registro de emissor de valores mobiliários, para que os créditos de carbono por ele emitidos possam ser admitidos no mercado de capitais, por ocasião de seu registro para negociação em mercado organizado. Assim, não haveria necessidade de exigir ações e procedimentos de *disclosure* por parte do emissor que não participe do processo de emissão ou negociação pública,

tornando viável ao titular que queira ofertar ou negociar publicamente buscar o registro dos seus títulos, independentemente de cooperação por parte do emissor original.

II.7. VIABILIDADE JURÍDICA DE MAIS DE UMA NATUREZA JURÍDICA PARA O CRÉDITO DE CARBONO

60. Considerar créditos de carbono como valores mobiliários não deveria limitar a atribuição de outras naturezas jurídicas a essa classe de ativo sob a perspectiva de outras áreas do Direito. Isso porque a qualidade de valor mobiliário tem como intuito atrair a competência da CVM para regular determinadas relações atinentes a esse tipo de ativo no âmbito do mercado de capitais, tal como ele deve ser ofertado, negociado ou custodiado.

61. Contudo, os atributos intrínsecos aos créditos de carbono, estranhos ao contexto do mercado de capitais, estariam fora do perímetro regulatório da CVM. A CVM pode definir parâmetros e requisitos regulatórios para que determinado ativo seja admitido no mercado de capitais, mas não tem competência para alterar seus elementos caracterizadores definidos por lei. Nesses termos, pode-se dizer que a classificação dos créditos de carbono como valores mobiliários não é determinante, mas complementar a outras qualidades definidas pelo ordenamento jurídico.

62. Nesse sentido, os ativos que pertencem ao rol de valores mobiliários previsto no caput do art. 2º da Lei nº 6.385/1976 possuem atributos definidos por legislação específica, que independem do contexto de mercado de capitais para produzirem efeitos. Essas características e as relações jurídicas delas decorrentes são preservadas quando tais ativos são objeto de operações privadas, fora do âmbito de regulação da CVM.

63. Para ilustrar o ponto acima, apresentamos abaixo alguns dos principais valores mobiliários previstos no caput do art. 2º da Lei nº 6.385/1976 cuja natureza jurídica ou atributos elementares são estabelecidos por outros diplomas legais, não necessariamente vinculados ao mercado de capitais:

Valor mobiliário	Previsão Legal Específica	Natureza jurídica
Ações	Arts. 1 ¹² e 15 ¹³ da Lei nº 6.404/1976 ("Lei da S.A.")	Há diferentes acepções legais para ações, dentre as principais destacam-se: (i) participação societária na sociedade que confere conjunto de direitos e obrigações de sócio; e (ii)

¹² Art. 1º A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas.

¹³ Art. 15. As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, são ordinárias, preferenciais, ou de fruição.

		representação de alíquota do capital social da sociedade.
Debêntures	Art. 52 ¹⁴ da Lei das S.A.	Título que confere direito de crédito contra a companhia emissora. ¹⁵
Derivativos	Arts. 425 ¹⁶ e 816 ¹⁷ da Lei nº 10.406/2002 ("Código Civil")	Contratos atípicos (ou diferenciais).
Cotas de fundos de investimento	Art. 1.368 ¹⁸ do Código Civil	Cotas de condomínio de natureza especial.
Notas comerciais	Art. 45 ¹⁹ da Lei nº 14.195/2021	Título de crédito.

64. O mesmo pode ser dito em relação aos ativos financeiros definidos nos termos da [Resolução do CMN nº 4.593/2017](#) ("Resolução CMN nº 4.593"). A classificação como ativo financeiro não altera os atributos conferidos ao ativo em questão para outros fins jurídicos. São exemplos nesse sentido:

- (i) recebíveis de cartão, que possuem natureza de direitos creditórios;²⁰
- (ii) duplicatas escrituradas nos termos da regulamentação do BCB, que possuem natureza de títulos de crédito,²¹ e
- (iii) títulos de créditos emitidos por instituições financeiras, tal como as letras financeiras.²²

¹⁴ Art. 52. A companhia poderá emitir debêntures que conferirão aos seus titulares direito de crédito contra ela, nas condições constantes da escritura de emissão e, se houver, do certificado.

¹⁵ Há uma discussão doutrinária com poucas implicações práticas para a discussão objeto deste Memorando sobre se a debênture deve ser consideradas um direito abstrato de dívida ou um título de crédito.

¹⁶ Art. 425. É lícito às partes estipular contratos atípicos, observadas as normas gerais fixadas neste Código.

¹⁷ Art. 816. As disposições dos arts. 814 e 815 não se aplicam aos contratos sobre títulos de bolsa, mercadorias ou valores, em que se estipulem a liquidação exclusivamente pela diferença entre o preço ajustado e a cotação que eles tiverem no vencimento do ajuste.

¹⁸ Art. 1.368. O terceiro, interessado ou não, que pagar a dívida, se sub-rogará de pleno direito no crédito e na propriedade fiduciária.

¹⁹ Art. 45. A nota comercial, valor mobiliário de que trata o inciso VI do caput do art. 2º da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, é título de crédito não conversível em ações, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro, emitido exclusivamente sob a forma escritural por meio de instituições autorizadas a prestar o serviço de escrituração pela Comissão de Valores Mobiliários.

²⁰ Alínea (a), inc. II, *caput* do art. 2º da Resolução CMN nº 4.593.

²¹ Alínea (e), inc. I, *caput* do art. 2º da Resolução CMN nº 4.593.

²² Art. 37 da Lei nº 12.249/2010 e alínea (a), inc. I, *caput* do art. 2º da Resolução CMN nº 4.593.

65. Inclusive, nada impede que determinado ativo seja simultaneamente um ativo financeiro e um valor mobiliário, tal como ocorre quando letras financeiras são objeto de oferta pública.

66. Ante o exposto acima, verifica-se que a atribuição de natureza jurídica de valor mobiliário aos créditos de carbono seria instrumental, tendo relevância apenas quando os referidos ativos estiverem inseridos no contexto do mercado financeiro e de mercado de capitais. A possibilidade de caracterização dos créditos de carbono (bem como outros ativos) de diversas maneiras pelo ordenamento jurídico reflete justamente o dinamismo das relações jurídicas que eles podem engendrar, as quais não devem ser interpretadas sob um único prisma.

67. Portanto, nada impede que os créditos de carbono, além de serem classificados como valores mobiliários, tenham atribuições legais definidas para outros fins, tal como bens móveis, bens fungíveis, títulos executivos extrajudiciais ou mesmo frutos civis, como sugerido pelo PL. A sobreposição de naturezas e atributos não deve interpretada como algo prejudicial. Ela apenas demonstra a complexidade de direitos e obrigações que esse tipo ativo pode proporcionar, com implicações para o direito civil, ambiental, de mercado de capitais, dentre outras áreas.

II.8. O CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS AMBIENTAIS (“CRAM”) E SEUS DESAFIOS

68. A criação do CRAM, considerando a atual redação do PL, ainda que seja uma figura classificada como valor mobiliário, não resolve a não atribuição de valor mobiliário aos créditos de carbono para todos os fins aqui mencionados anteriormente. Ainda que os CRAMs sejam certificados lastreados em créditos de carbono, eles são figuras distintas e com possibilidades distintas de investimento²³.

69. Do ponto de vista dos fundos de investimento, a interposição de uma outra espécie de valor mobiliário (certificado de recebíveis, securitizadoras, etc.) para permitir o investimento em créditos de carbono em pouco ou nada agregaria no tocante ao regime de responsabilidades e proteção ao investidor, uma vez que os fundos de investimento já são obrigados a contar com uma gama de prestadores de serviço (administrador, gestor, distribuidor, custodiante) que possuem um dever fiduciário em relação aos investidores em diversas pontas da cadeia de investimento. Ou seja, a interposição do CRAM apenas agregaria custos adicionais significativos

²³ Sob a perspectiva de regulamentação contábil, cumpre destacar que o Projeto de Lei prevê que, quando negociados no mercado financeiro e de capitais, os CRAMs são valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei nº 6.385/1976. Portanto, seria possível argumentar que a rubrica de contabilização de CRAMs em negociação no mercado financeiro e de capitais deveria ser a prevista no item 1.3 do Cosif, o qual abarca *Títulos e Valores Mobiliários e Instrumentos Financeiros*, também integrante do grupo de *Ativos Realizáveis*. Ainda, ressaltamos que qualquer alteração ao regime aplicável ao Cosif depende de nova regulamentação do BCB (a qual deveria refletir, conforme aplicável, a natureza jurídica atribuída a determinado ativo por meio de tipificação legal).

para a estrutura de investimento via fundos, sem que haja uma correlação proporcional entre a proteção regulatória que se pretende conferir aos investidores finais.²⁴

²⁴ Para além dos custos relacionados à estrutura de investimento via fundos, pode-se esperar custos relacionados, por exemplo, com a emissão dos títulos na forma escritural pela companhia securitizadora (nos termos do artigo 20 da Lei nº 14.430/2022), bem como custos relacionados à sua negociação no mercado financeiro e de capitais.