



# café com sustentabilidade FEBRABAN

EDIÇÃO 43 | AGOSTO DE 2015



O potencial da

## COTA DE RESERVA AMBIENTAL

como valor mobiliário

**FEBRABAN**

# Apresentação



## Caros Leitores

O *43º Café com Sustentabilidade* da FEBRABAN – Federação Brasileira de Bancos, promovido no dia 26 de agosto em São Paulo (SP), dedicou seu espaço de debate a uma questão inovadora: “O potencial da Cota de Reserva Ambiental (CRA) como Valor Mobiliário”.

O evento apresentou os resultados preliminares de um estudo sobre o tema, realizado em parceria com o Centro de Estudos em Sustentabilidade (GVces) da Fundação Getulio Vargas.

A programação contou também com a participação de painelistas convidados, que complementaram com suas visões e experiências uma discussão estruturante, pautada por oportunidades que reforçam o papel proativo do setor, de se antecipar e gerar novos mercados.

Boa leitura!



---

## CRÉDITOS

### Redação

Agência Fato Relevante  
Boutique de Comunicação

### Coordenação

Mário Sérgio Vasconcelos

### Projeto Gráfico

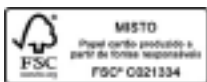
DX8 Publicidade

### Fotos

Rafael Resende

### Informações

respsocial@febraban.org.br



# Índice

**Introdução** 6

---

Annelise Vendramini 8

**Painel Com Especialistas**

---

Ary Oswaldo Mattos Filho 26

---

Daniel Glassel Ramalho 30

---

Francisco de Godoy Bueno 35

---

Plínio Ribeiro 39

---

**Encerramento** 42

# Introdução

## Boas Vindas da FEBRABAN

“O potencial da Cota de Reserva Ambiental (CRA) como valor mobiliário”. Esse foi o foco dado pela FEBRABAN – Federação Brasileira de Bancos ao *43º Café com Sustentabilidade*, realizado no dia 26 de agosto em São Paulo (SP). No evento, a instituição compartilhou os resultados preliminares de um estudo dedicado a esse tema – conduzido em parceria com o Centro de Estudos em Sustentabilidade (GVces) da Fundação Getulio Vargas FGV-SP.

O diretor de Relações Institucionais da FEBRABAN, Mário Sérgio Vasconcelos, ressaltou a importância de se discutir amplamente as possibilidades, as incertezas e os desafios de tornar a CRA um novo valor mobiliário. E acrescentou como diferentes contribuições e visões são fundamentais para enriquecer esse debate.

“Talvez alguns de vocês estejam se perguntando, considerando a conjuntura macroeconômica atual do Brasil, por que estamos discutindo agora temas como o potencial da CRA como instrumento de investimentos. Estamos atravessando dificuldades, mas precisamos conduzir uma discussão estruturante, com foco em oportunidades, ganhando tempo para o momento em que as condições estiverem mais favoráveis. Propostas como essas vêm ao encontro do espírito dos nossos *Cafés*”, afirmou.

Dividido em duas partes, o *43º Café com Sustentabilidade* contou com um primeiro bloco – dedicado à apresentação dos primeiros dados apurados pelo estudo



sobre as CRAs, conduzida por Annelise Vendramini, coordenadora do Programa de Sustentabilidade Global e Finanças Sustentáveis do GVces. Na segunda parte, o evento contou com a participação de convidados, que comentaram e complementaram as informações compartilhadas. Integraram esse painel: Ary Oswaldo Mattos Filho (Escola de Direito da FGV-SP); Daniel Glassel Ramalho (Secretaria de Agricultura e Abastecimento do Estado de São Paulo); Francisco de Godoy Bueno (Sociedade Rural Brasileira); e Plínio Ribeiro (Biofilica Investimentos Ambientais S/A).

Mário Sérgio agradeceu a todos e, em especial, a presença de Raimundo



Deusdará Filho, diretor geral do Serviço Florestal Brasileiro do Ministério do Meio Ambiente, evidenciando a contribuição do órgão nos debates conjuntos voltados ao desenvolvimento sustentável do mercado e que vão além da evolução do setor financeiro.

“O Ministério do Meio Ambiente tem sido um parceiro e tanto, e de longa data, nas discussões que promovemos. É um trabalho que envolve também o Ministério da Fazenda, o Ministério da Agricultura, e outras entidades, dando visibilidade a temas que dizem respeito ao futuro do país e não apenas do setor financeiro”, concluiu o diretor de Relações Institucionais da FEBRABAN. 🌱



# Annelise Vendramini

## Coordenadora do Programa de Sustentabilidade Global e Finanças Sustentáveis do GVCes

Na abertura de sua apresentação, Annelise Vendramini contextualizou que esse estudo – intitulado “O potencial da Cota de Reserva Ambiental (CRA) como valor mobiliário” – faz parte de um grande projeto que a FEBRABAN, em parceria com o Centro de Estudos em Sustentabilidade (GVCes) da FGV-SP, vem conduzindo desde 2014, com participação também da UNEP – United Nations Environment Programme (Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente).

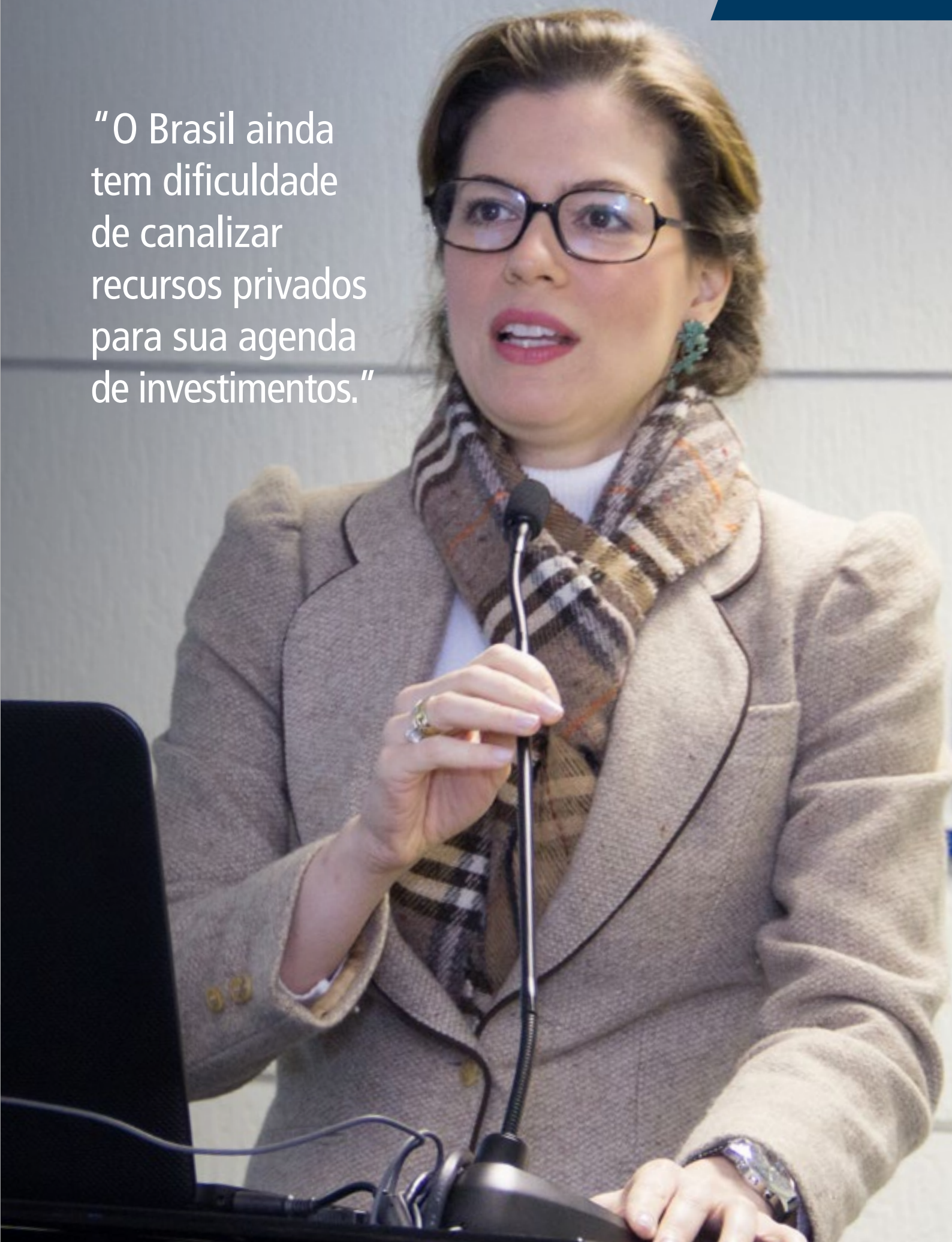
“Já tivemos outros temas, a exemplo dos

*Green Bonds*, que foram estudados no âmbito dessa parceria com a FEBRABAN, com foco em um sistema financeiro sustentável. Iniciado no ano passado, esse trabalho tem sequência neste ano, criando um grande guarda-chuva que propõe discussões, que possam evoluir para o financiamento da Economia Verde”, disse.

Inicialmente, Annelise justificou a relevância das Cotas de Reserva Ambiental (CRAs) em um cenário no qual o Brasil se constitui em uma grande potência florestal. Se por um lado o país tem uma



“O Brasil ainda tem dificuldade de canalizar recursos privados para sua agenda de investimentos.”





enorme quantidade de ativos florestais, por outro lado, grande também é a dificuldade de canalizar recursos privados para essa agenda de investimentos. Esse dilema é um dos fatores que motivaram o estudo.

“Mergulhamos nesse tema porque enxergamos uma possibilidade de criar uma convergência dessas duas agendas. Primeiro, dando foco a uma agenda de competitividade do país, de vocação do Brasil como potência florestal. Em segundo lugar, analisando como o setor privado, e em particular o mercado de capitais, pode contribuir com essa agenda. Esse foi o pano de fundo do nosso estudo”, comentou.

A coordenadora do GVces reforçou o caráter preliminar dos resultados, uma vez que as próprias CRAs englobam um escopo novo, que surgiu com o Novo Código Florestal (Lei 12.651/2012). “Estes são os primeiros dados que apuramos e contextualizamos dessa maneira porque a própria implantação das CRAs é uma novidade. Não sabemos ainda como esse processo vai se dar, como vai ficar claro na apresentação dos nossos resultados. As CRAs dependem da consolidação do processo do Cadastro Ambiental Rural (CAR), que por sua vez depende da operacionalização e do *enforcement* do Novo Código Florestal. Ou seja, existe uma série de incertezas em torno desse tema”, ponderou.

Segundo Annelise, essas incertezas geraram o questionamento de seguir adiante com um estudo tão específico e focado em avaliar se as CRAs podem se tornar valores mobiliários: “Nessa ponderação, tanto o GVces quanto a FEBRABAN concluíram que, se estamos no início da operacionalização do Novo Código Florestal e do desenho das CRAs, faria sentido mergulhar no que seria esse novo passo, que é o de envolver o mercado de capitais e fomentar um debate mais amplo na sociedade, levando essas reflexões para os tomadores de decisão e formuladores de políticas públicas”.

## METODOLOGIA

O estudo da FEBRABAN e do GVces tem como objetivo propor uma primeira reflexão e trazer elementos para fundamentar a discussão com foco nas oportunidades de configurar o uso das CRAs como valores mobiliários. O relatório completo foi publicado no decorrer de outubro.

Como parte da metodologia para apuração das informações, o estudo considerou:

- Revisões bibliográficas;
- Entrevistas com representantes do Ministério da Fazenda (Secretaria de Política Econômica), do Ministério do Meio Ambiente (Diretoria de Biodiversidade),

**EQUIPE DIRETAMENTE ENVOLVIDA**
**FEBRABAN**

Mario Sergio Vasconcelos / Alessandra Panza

**GVces**

 Annelise Vendramini / Paula Peirão / Fernando Rocha / Pedro Bono  
 Mario Monzoni / Ricardo Rochman

**GT FEBRABAN CRA**

NOME	ORGANIZAÇÃO
Ademiro Vian	FEBRABAN
Aline Camargo Aguiar	Banco Rabobank International Brasil S.A.
Alvaro Rojo Santamaria Filho	Banco do Brasil S.A.
Andressa Akemi Tagomori da Silva	Banco Bradesco S.A.
Antonio Carlos Ferreira Carvalho	Banco Itaú BBA S.A.
Cassiano Palhares Muniz	Banco Santander (Brasil) S.A.
Eliane Mattioli Alves de Souza	Caixa Econômica Federal
Elis Regina Pereira Matos de Vasconcelos	Banco Santander (Brasil) S.A.
Gisele Dorothi Surjus Kaneta	Banco do Brasil S.A.
Ivandr� Montiel da Silva	Banco do Brasil S.A.
Jorge L. Santos	HSBC Bank Brasil S.A. - Banco Múltiplo
Julia Spinassé Aquino Marques	Banco Bradesco S.A.
Juliana Raus Maioral	Banco Itaú BBA S.A.
Leandro Augusto Rossari Lyra	Caixa Econ�mica Federal
Maria Eug�nia Sosa Taborda	Itaú Unibanco S.A.
Mauro Tukiya	Banco Bradesco S.A.
Reinaldo Castanheira	FEBRABAN



da Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), da Escola de Direito da FGV-SP, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e da Secretaria de Agricultura do Estado de São Paulo;

- Especialistas e instituições no Brasil;
- Reflexões da equipe do GVces;
- Atuação do Grupo de Trabalho (GT) de CRA, criado pela FEBRABAN para conduzir as discussões no âmbito da instituição.

Uma das frentes de apuração foi dedicada a buscar experiências ambientais que nortearam práticas em mercados internacionais. “Para o Brasil, proteção das florestas é um objetivo ambiental. Outros países, naturalmente, têm seus próprios objetivos ambientais. Pesquisamos alguns desses mercados para entender como usaram instrumentos econômicos e soluções de mercado, se esses mercados funcionaram ou não, ou o que se tem de informação sobre eles. Por isso, temos uma revisão bibliográfica nesse relatório publicado. Também entrevistamos fontes de algumas instituições financeiras, do mercado de capitais, entidades do setor florestal e agropecuário, técnicos de ministérios e especialistas no Novo Código Florestal”, complementa Annelise.

## O NOVO CÓDIGO FLORESTAL E AS CRAS

Ao entrar no conteúdo do estudo, a

coordenadora do GVces resgatou o que são, por definição, as CRAs: Cotas de Reserva Ambiental, previstas na Lei 12.651/2012 – que estabelece o Novo Código Florestal – documento que constitui uma revisão de códigos anteriores, de 1934 e de 1965. Segundo ela, a CRA – embora esteja sucedendo uma figura que já existia no código anterior – caracteriza uma inovação, por conta da sua nomenclatura e de suas características.

“A CRA existe dentro de um entendimento do legislador de que era necessário criar um incentivo de preservação e recuperação de matas nativas – o que já consiste em um tema interessante. Por isso, o cenário de incerteza, de algo que ainda está em construção”, argumenta Annelise - que apresentou o contexto de regularização ambiental proposto pelo Novo Código Florestal:

## 2012 – APROVAÇÃO DO NOVO CÓDIGO FLORESTAL (NCF)

**CAPÍTULO VI** – estabelece a criação do CAR (Cadastro Ambiental Rural), que passa a integrar as informações ambientais das propriedades e posses rurais. É um projeto de longo prazo, que está em fase inicial de implementação, que constitui um avanço para esse mapeamento georeferenciado no Brasil.

**CAPÍTULO X** – destaca o programa de apoio e incentivo à preservação e recuperação do meio ambiente.

**ARTIGO 44** – institui a **Cota de Reserva Ambiental (CRA)** – título nominativo representativo de área com vegetação nativa, existente ou em processo de recuperação...

... Emitida por órgão do Sistema Nacional de Meio Ambiente (Sisnama)

... Precedida pela implementação completa do CAR

Outro ponto de destaque está no Artigo 12 da Lei 12.651. Nesse trecho, o Novo Código Florestal (NCF) determina o quanto de área de reserva legal ou de cobertura nativa deve ser mantido em determinados biomas.

### Percentuais mínimos de área de cobertura nativa em relação à área do imóvel (NCF artigo 12)

80% para imóveis em área de florestas;

35% para imóveis em áreas de cerrado;

20% para imóveis em campos gerais;

20% para imóveis nas demais regiões do país.

E traz os mecanismos por meio dos quais é possível compensar essa área de reserva legal:

- Recompôr essa área de reserva legal;
- Permitir a regeneração natural na vegetação na área de reserva legal;
- Compensar a reserva legal.

Para compensar a reserva legal, são dadas quatro opções:

- 1** Aquisição de CRAs;
- 2** Arrendamento de áreas sob o regime de servidão ambiental;
- 3** Doação ao poder público de área localizada no interior de unidade de



conservação de domínio público, com pendência de regularização fundiária;

**4** Cadastramento de outra área equivalente e excedente à reserva legal em imóvel de mesma titularidade ou adquirida em imóvel de terceiro, com vegetação nativa, em regeneração ou recomposição, desde que localizada no mesmo bioma e Estado.

“Cabe destacar que a aquisição de CRAs, para fazer a compensação de reserva legal, está disponível para o proprietário e não para o posseiro. Isso sinaliza que quem desenhou esse instrumento já considerou a possibilidade de ser desenvolvido, de fato, um mercado para essas cotas. Há um sinal claro de que há um interesse público de desenvolver esse mercado. Não só de quem pensou nessa lei, como também de outros agentes”, disse Annelise. Ela cita os exemplos da Bolsa Verde do Rio (BVRio) – que desenvolveu um mercado futuro de CRAs (CRAFs) na expectativa de que as CRAs se configurem como ativos amplamente negociáveis – e da empresa Biofilica, que também está olhando para um futuro mercado.

## POR DENTRO DAS CRAS

No Novo Código Florestal, a CRA é desenhada como uma operação bilateral, entre quem tem um excedente de reserva legal e quem tem um déficit

e precisa, portanto, cumprir o que determina a legislação. Essa equação remete à possibilidade de mercado para negociação de terras florestadas, com recursos privados utilizados para a recomposição da vegetação, conferindo maior liquidez ao mercado.

“Aqui observamos mais um sinal de que o formulador da legislação já estava de olho na possibilidade de um desenho de um mercado”, aponta a coordenadora do GVces. Cada CRA:

- Corresponde a 1 hectare;
- É averbada na matrícula do imóvel;
- Tem registro pelo órgão ambiental emitente em bolsas de mercadorias de âmbito nacional ou em sistemas de registro e de liquidação financeira de ativos, autorizados pelo Banco Central do Brasil;
- Pode ser transferida onerosa ou gratuitamente a pessoa física ou pessoa jurídica e cancelada.

## EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL

Nesse estudo da FEBRABAN em parceria com a GVces, parte do processo foi dedicada a avaliar como outros mercados com características bem particulares trataram de questões conceitualmente similares. O desenvolvimento de mercados para fins ambientais desenvolveu-se de duas maneiras:

**A** Por meio de instrumentos econômicos e por meio de instrumentos de comando e controle;

**B** Através do mecanismo de *cap & trade*, no qual são definidos limites de emissões (negociação, consumo, uso). Com base nos limites estabelecidos são lançadas permissões (cotas), representando como os limites serão cumpridos. Essas permissões (cotas), podem ser comercializadas, ou seja, aqueles que conseguem ficar abaixo do estabelecido podem vender o excedente para aqueles que ficarem além do estabelecido.

Annelise pontuou o case do mercado pesqueiro da Nova Zelândia – cujo PIB depende da pesca, em grande parte, e que, na década de 1980, estava sendo afetado duramente pela redução dos estoques pesqueiros. Por conta disso, a Nova Zelândia foi pioneira no desenho de cotas dentro do mecanismo de *cap & trade*.

“Não é árvore, não é reserva legal, mas é o mesmo conceito. Esse é um mercado que funciona bem, no qual todo ano o poder público faz uma IPO (*Initial Public Offering*) de determinadas espécies de peixe. Quem quer pescar tem que comprar essas cotas, que têm um mercado secundário líquido”, cita.

Outros dois exemplos compartilhados estão relacionados ao mercado de água – o da Austrália, que está um pouco mais maduro, e o da Califórnia (EUA) – e envolvem direitos de poluir. E há, ainda, o mercado de carbono na União Europeia, que é outro mecanismo de *cap & trade*. “Quando olhamos para esses mercados, temos objetivos duplos. O primeiro deles



é o objetivo ambiental, que originou esse mercado. É preciso assegurar a integridade da questão ambiental em foco, como orientador no desenvolvimento desse mercado. E o segundo objetivo está relacionado com os interesses econômicos, de que o mercado funcione. Bebemos na fonte dessas experiências internacionais para identificar como elas podem nos ensinar, o que elas podem nos trazer de elementos para essa discussão do mercado das CRAs no Brasil”, salientou.

Annelise lista e comenta 9 condições para o sucesso de programas de permissões comercializáveis, identificadas pelo estudo:

## 1 CONTEXTO FÍSICO

“Em mercados ligados a temas ambientais, essa conexão com o espaço é muito importante. No caso das CRAs, fica uma discussão ainda sobre quem vai emitir essa CRA – se são os Estados ou o governo federal. O Novo Código Florestal traz questões um pouco dúbias, se as CRAs serão emitidas dentro do mesmo bioma e dentro do mesmo Estado ou dentro de outros Estados. Então, qual seria o recorte geográfico, espacial para esse mercado, pensando em um mercado secundário, de títulos ou de valores mobiliários? E como conectar um escopo do mercado de valores mobiliários com o escopo

espacial da vegetação nativa, que é a origem desse mercado? Essas são questões que em outros mercados já estão um pouco mais resolvidas e que, no caso das CRAs, não estão.”

## 2 INCENTIVOS DE MERCADO

“Para que esse mercado aconteça, é preciso contar com algum instrumento para ter compradores e vendedores. No caso das CRAs, em primeiro lugar, isso vai depender do *enforcement* do Novo Código Florestal. Do ponto de vista ambiental, uma parcela potencial desse mercado – os proprietários rurais – que estiver irregular vai sofrer uma certa pressão para se regularizar, do ponto de vista ambiental.”

## 3 OPORTUNIDADE DE NEGOCIAÇÃO

“É preciso ter um mercado que funcione bem, que seja líquido, que as regras sejam claras, que haja oportunidades para negociar. Oportunidades de negociação dependem de um mercado estruturado.”

## 4 LIQUIDEZ

“Não adianta ter um mercado que é teórico, hipotético, mas que na prática é complicadíssimo de se colocar os títulos, e sem oportunidades de negociação. Em valores mobiliários, normalmente temos



um mercado primário (que, no caso das CRAs, seria o proprietário rural oferecendo sua cota para investidores) e um mercado secundário (no qual existiria a troca entre investidores não envolvendo mais aquele agente que originou o negócio". É muito importante ter mercados primários porque é onde o fluxo do mercado de capitais vai viabilizar negócios na economia real. E é igualmente importante ter mercados secundários, que permitam aos investidores trocar ou sair de uma posição quando achar conveniente. E ter liquidez é o que atrai o investidor a fazer parte de um determinado mercado."

## 5 CUSTOS DE TRANSAÇÃO

"É um tema bastante relevante no desenho de qualquer mercado. Todos os custos incorridos nesse processo compõem o fator que possibilita participar desse mercado do começo ao fim. Um custo de transação muito alto – aliado ao horizonte temporal envolvido na composição desse custo de transação – inviabilizará esse mercado."

## 6 INCERTEZA E RISCO

"Só temos um mercado se alguém quer comprar e alguém quer vender. Cada extremo conta com avaliações distintas a respeito desse mercado. O que permite fazer avaliações tão distintas em

relação à posição é ter transparência, com informação e dados, para que esses participantes possam avaliar adequadamente a incerteza e o risco – se querem ficar ou sair, comprar ou vender e determinar o seu preço. Qualquer atividade relacionada a um mercado financeiro vai depender disso. Outro aspecto é ter consistência em relação ao que vai acontecer com esse mercado, porque isso é fonte de incerteza. Se existe a chance de um mercado acabar amanhã, isso afasta o investidor. Temas de natureza ambiental requerem um monitoramento e um cuidado contínuos, além de uma conexão profunda com o desenho dos instrumentos que vão compor esse mercado."

## 7 MONITORAMENTO

"Um investidor interessado em fazer parte de um mercado de CRA – que não seja um proprietário rural querendo se regularizar do ponto de vista ambiental –, não acredita apenas nesse investimento como uma nova fronteira de competitividade no mundo, e que o Brasil tenha um papel enorme a desempenhar nesse contexto. Esse investidor precisa acreditar, também, que há um monitoramento sobre o lastro desse título, ou seja, ele investiu em uma floresta que continua existindo. Do



ponto de vista financeiro, é a mesma coisa – ele precisa constatar que as transações estão sendo respeitadas, que os prazos estão sendo cumpridos. E esse monitoramento acontece nos mercados internacionais que observamos.”

## 8 PUNIÇÕES E SANÇÕES

“São derivadas do monitoramento, que determinará o que acontecerá com quem não cumprir o que foi estabelecido. As sanções e punições – seja ao proprietário rural, seja ao investidor – têm que ser muito claras porque geram o sinal em relação aos incentivos positivos ou perversos, de acordo com o comportamento dos agentes desse mercado.”

## 9 CONDIÇÕES LEGAIS, INSTITUCIONAIS E POLÍTICAS

“Além de um *enforcement* do Novo Código Florestal e do papel dos órgãos de defesa ambiental estaduais nessa agenda, a CVM, por exemplo, entenderia que as CRAs têm o potencial de ser ativos mobiliários? E se ela entende, qual seria o papel da CVM nesse processo, fazendo um paralelo com o que vimos internacionalmente e com as lições aprendidas?”

## PREÇO E PRAZO

Outro ponto decorrente do estudo da

FEBRABAN e do GVces diz respeito a uma possível especulação do preço da CRA e o quanto isso prejudicaria – se acontecesse – o proprietário rural que queira fazer regularização ambiental por meio de cotas. “Como resultado das nossas reflexões e do que observamos internacionalmente, ao ponderar se entraria ou não no mercado de CRA, o proprietário rural vai se basear em uma decisão que dependerá do preço que ele atribuirá às outras três opções que ele tem para compensar seu déficit de reserva legal”, explica a coordenadora do GVces.

Focando no potencial de oferta e demanda do mercado de CRAs em hectares, há outros elementos que podem influenciar o preço das cotas, caso se tornem valores mobiliários. Annelise destaca um estudo aprofundado, conduzido pela UFMG, que mapeou o volume das CRAs no Brasil. Esse levantamento indicou a oferta provável e a demanda provável de CRA por bioma.

“Para esse mapeamento, o estudo adotou como referência o potencial de *enforcement* do Novo Código Florestal e considerou que algumas terras não vão ter vocação para ser ofertantes de CRA. Por exemplo: terras em lugares com agricultura muito intensiva, onde o preço da terra e do produto produzido são tão altos, que

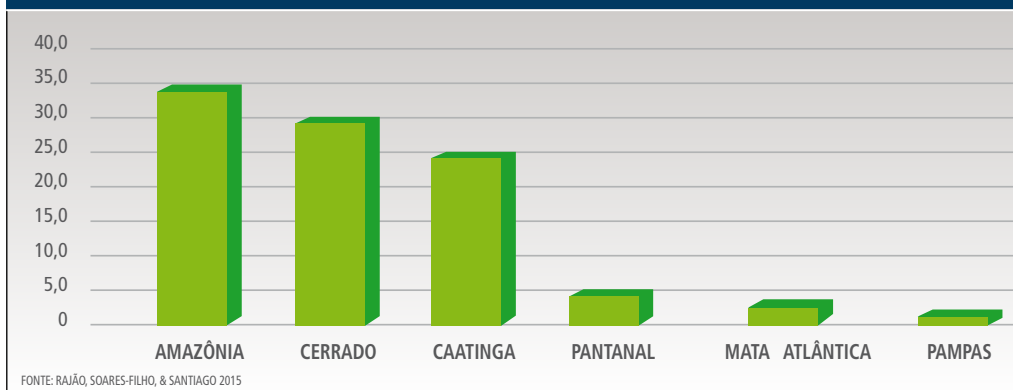
**DEMANDA E OFERTA PROVÁVEL EM HECTARES**

Volume de CRAs: oferta e demanda potencial por CRA em hectares

	AMAZÔNIA	CAATINGA	CERRADO	MATA ATLÂNTICA	PAMPAS	PANTANAL	BRASIL TOTAL
Oferta provável de CRA*	36,3	25,2	30,30	3,9	0,9	6,2	103,1
Demanda provável de CRA*	1,9	0	1,3	1,2	0,1	0	4,6
Excesso de oferta*	34,4	25,2	29,0	2,7	0,8	6,2	98,5

\* Em milhões de hectares

**Excesso de oferta (em milhões de hectares) por bioma**



**Oferta 22 vezes maior que a demanda**

não justificaria o produtor rural separar um pedaço dessa terra para reserva legal – o que o tornaria um comprador de CRA e não um ofertante”, explica.

Segundo Annelise, ao fazer essa análise a UFMG chegou, no agregado do Brasil, a uma oferta provável de CRA de 103 milhões de hectares para uma demanda provável de 4 milhões de hectares. “Teríamos um problema de sobreoferta, o que já daria uma pista do que pode acontecer com

o preço. A equipe da UFMG avaliou que o custo de transação para emissão da CRA poderia ficar em torno de 7,5% do preço total da cota, o que é alto e muito influenciado pelo custo de cercamento das áreas”, complementa Annelise.

Além do custo de transação, também influenciarão o preço da CRA: o custo de oportunidade da terra, sua vocação para o agronegócio ou não; o custo incorrido de manutenção daquela área de vegetação



nativa – para manter a área de reserva legal que deu origem à CRA protegida.

O horizonte temporal da cota também caracteriza um fato importante. “No caso de uma CRA emitida por um período de cinco anos, segundo a UFMG, o preço ou o valor que será avaliado em relação à viabilidade de emissão dessa cota vai ser altamente influenciado pela cultura agrícola que estará sendo produzida naquele momento. No entanto, se a cota for de mais longo prazo – de 30 anos, por exemplo –, seu preço vai ser influenciado pelo valor da terra e não pela cultura agrícola. São dois patamares orientadores e influenciadores do preço”, exemplifica a coordenadora do GVces.

Cabe destacar que os resultados do estudo ainda poderão ser modificados com os resultados finais da implantação do CAR (Cadastro Ambiental Rural).

#### ETAPAS PARA OBTENÇÃO DE UMA CRA

Annelise expôs as etapas para obtenção de uma CRA, de acordo com o detalhamento presente no Novo Código Florestal. “É um processo relativamente longo, mas ainda não temos certeza de como ele vai se dar na prática, se quem vai emitir a CRA é o Estado ou o governo federal. Existem esses detalhes que não estão muito claros”, ponderou.

Para que as CRAs se convertam em valores mobiliários, o estudo da FEBRABAN e do GVces considerou o processo como um todo. Em um primeiro momento, a pesquisa deu foco às CRAs funcionando como mecanismos de regularização ambiental, entre quem tem déficit e quem tem excedente, como já está previsto no Novo Código Florestal. Posteriormente, foi agregado o segundo *layer* – que seria o de torná-las valores mobiliários ou títulos derivativos da CRA.

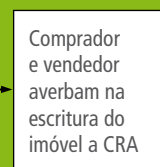
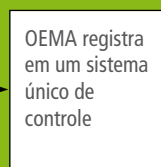
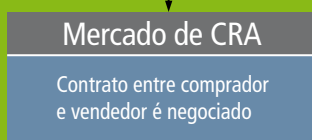
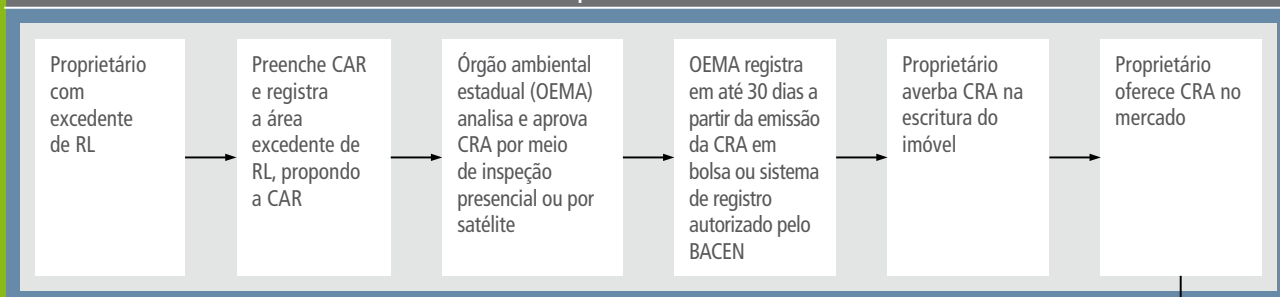
“Para que esse segundo *layer* aconteça, é preciso ter parâmetros e informações claros para modelagem da precificação. É preciso que haja um mercado primário e um mercado secundário, e avaliar se essas colocações das CRAs serão privadas – não envolvendo registro em bolsa para uma grande gama de investidores – ou públicas, com acesso a uma poupança pública, coletiva. Isso requer mais cuidado por parte da CVM, mas abre o leque a um número maior de investidores”, sinalizou Annelise.

Ao identificar o potencial da CRA como ferramenta para captação do setor produtivo, a coordenadora do GVces voltou à definição dada pela CVM para valores mobiliários:

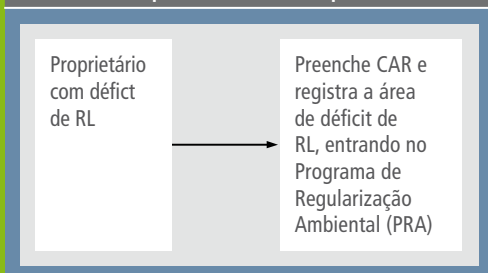
*“Quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo que gerem direito de*

## ETAPAS PARA OBTENÇÃO DE UMA CRA

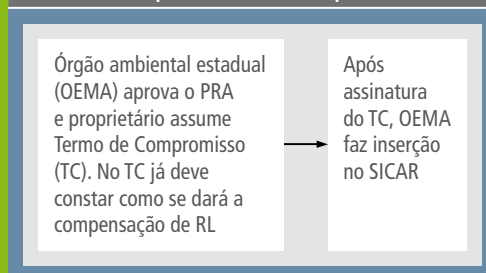
### Passos para oferta de CRA



### Passos para demanda por CRA



### Passos para demanda por CRA



FONTE: GVces



*participação, de parceria ou remuneração, inclusive resultante da prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.”*

(Lei 6.385/76, inciso IX incluído pela Lei 10.303/2001).

## OFERTA PÚBLICA DE CRAS

Segundo Annelise, o estudo norteou a opção por um caminho de oferta pública de CRAs – por conta do potencial de acesso a um número maior de investidores. Nesse contexto, destacam-se como características desse investimento:

- A expectativa de ganho é uma das características centrais de um valor mobiliário. O rendimento deve vir do esforço do empreendedor ou de terceiros, nunca do investidor;
- A gestão do empreendimento é feita por terceiros com alguma ou nenhuma participação do investidor na gestão;
- O investidor assume o risco financeiro, que poderá resultar na perda parcial ou total do montante investido;
- São títulos ou contratos de investimento coletivo que devem gerar direitos participativos, de parceria ou de remuneração no negócio ou empreendimento coletivo;

■ A oferta deve ser pública, cujo preço deve ser fixado pelas forças de mercado. Há, portanto, apelo à poupança pública.

A CVM analisou dois exemplos de títulos ligados a temas socioambientais no Brasil. Um deles, de 2003, tratou dos Certificados de Potencial Adicional de Construção (Cepacs) na cidade de São Paulo. Os Cepacs estão vinculados a uma lei municipal que determina o potencial máximo de construção em um determinado bairro ou localidade, e um potencial adicional, seguindo o mesmo conceito de quem tem déficit e quem tem superávit. Esse título da Prefeitura de São Paulo tornou-se um sucesso de investimento. Os Cepacs foram considerados valores mobiliários porque trazem na sua essência três pontos: primeiro, são títulos negociados publicamente, têm apelo à poupança popular. Em segundo lugar, são contratos de investimento coletivos, porque quem compra esses títulos está coletivamente viabilizando obras imobiliárias. E em terceiro, há claramente a expectativa de ganho.

“Além disso, a explicação da CVM estabelece que, se há o investimento no mercado imobiliário em determinado bairro da cidade de São Paulo, a expectativa é de que aquela região e aquela construção se valorizem. Quem tem

**A CVM E DOIS EXEMPLOS DE TÍTULOS LIGADOS A TEMAS SOCIOAMBIENTAIS**

- ☐ 2003: CEPACs – Certificados de Potencial Adicional de Construção na cidade de São Paulo
- ☐ 2009: RCEs – Reduções Certificadas de Emissão

CEPACs	RCEs
<b>São valores mobiliários porque:</b>	<b>Não são valores mobiliários porque:</b>
<b>1</b> São negociados publicamente	<b>1</b> Não são derivativos
<b>2</b> São contratos de investimento coletivo	<b>2</b> Estão desvinculados do agente gerador do projeto que reduziu emissões
<b>3</b> Há expectativa de ganho por parte do investidor	<b>3</b> Há expectativa de ganho por parte do investidor
Essência de um valor mobiliário: se é investimento coletivo, se há expectativa de obtenção de ganho por parte do investidor, e se é um derivativo	

FONTES: PROCESSO CVM Nº RJ 2003 / 0499; PROCESSO CVM Nº RJ 2009 / 6346

um título para viabilizar esse processo vai se beneficiar, também, com esse ganho imobiliário”, ressaltou Annelise.

Já a segunda análise, de 2009, referentes às reduções certificadas de emissão (RCEs), enfocou os créditos de carbono no âmbito dos mecanismos de desenvolvimento limpo (MDLs). Nesse caso, o parecer da CVM não considerou as RCEs como valores mobiliários por três razões e o parecer foi definido por exclusão. Primeiro, o crédito de carbono não é um derivativo, e sim o próprio objeto sendo negociado. Se não é um derivativo, já não é um valor mobiliário. Segundo, esse título pode não estar

mais vinculado ao projeto que originou esse crédito de carbono. Em terceiro, as RCEs em questão não se destinavam a corporificar um investimento financeiro – na verdade o que está sendo viabilizado é um processo de carbono e não um empreendimento em si. “Esse foi o entendimento da CVM à época, com base nas informações disponíveis. Hoje, segundo nos informou o órgão, seu parecer poderia ser um pouco diferente”, afirma a coordenadora do GVces.

**ATRATIVIDADE PARA O INVESTIDOR**

Os primeiros dados do estudo sobre CRAs da FEBRABAN e do GVces também



## ELEMENTOS IMPORTANTES PARA ATRATIVIDADE DO INVESTIDOR

Haver informações disponíveis para calcular expectativa de risco e retorno.

Que a rentabilidade do título seja atrativa, quando comparada com aplicações de risco similar.

Que haja liquidez, ou seja, um número suficiente de agentes e de transações para que o mercado permaneça competitivo e para que investidores possam liquidar ou trocar de posições. A liquidez também é importante para que os agentes possam precificar os títulos.

Que haja um mercado secundário para que os investidores possam sair da posição.

Que os custos de transação não inviabilizem o desenvolvimento do mercado.

Que os direitos de propriedade sejam claramente definidos e que haja segurança jurídica.

Que os títulos tenham lastro e que o monitoramento desse lastro seja viável, sem aumentar substancialmente os custos da transação.

sinalizam elementos que levariam atratividade ao investidor.

Um ponto de destaque é a questão do lastro do título original que é CRA – que está vinculada a uma determinada área, com uma determinada vegetação, uma vez que é possível monitorar sua manutenção por satélite. No contexto do prazo e do acompanhamento, uma CRA de um ano talvez ofereça um risco menor de que aquela área não exista mais, após esse período, se comparada a uma CRA com prazo de 30 anos – que poderia constituir um risco maior, no sentido de assegurar que mantenha o lastro da vegetação nativa, que deu origem a esse título. “É fundamental levar em conta como seria feito o acompanhamento desse lastro, que custo vai ter e quem seria o responsável, governo ou entidade privada”, evidenciou Annelise.

De acordo com o que foi pesquisado preliminarmente, a coordenadora do GVces ressalta as dificuldades para as CRAs se tornarem valores mobiliários no atual contexto. Contudo, os obstáculos apurados indicam que este é o momento certo para se discutir, do ponto de vista do país, essa viabilidade: “Estamos desenhando o desenvolvimento desse mercado e faz sentido pensar nesse futuro, ponderar o que é preciso



**VALORES MOBILIÁRIOS E AS CRAs: OBSTÁCULOS**

CONDIÇÃO PARA ATRAÇÃO DE INVESTIDORES EM VALORES MOBILIÁRIOS	OBSTÁCULO PARA CRA TORNAR-SE UM VALOR MOBILIÁRIO
Mercado e rentabilidade sejam atrativos.	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Sobreoferta de CRAs no mercado nacional.</li> <li>■ Incertezas se o potencial mercado de CRA seria de escopo nacional ou estadual (mesmo bioma e Estado).</li> <li>■ Modelo de precificação das CRAs é desconhecido.</li> </ul>
<p>Segurança jurídica.</p> <p>Custos de monitoramento da área que deu origem ao título sejam baixos.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Incertezas sobre como seria feito o monitoramento da área que lastreia o título, punições e sanções para os ofertantes que não mantiverem o lastro, em vegetação, da CRA.</li> <li>■ Incertezas quanto ao destino do montante originalmente investido na CRA, caso essa seja cancelada.</li> </ul>
Que os custos de transação sejam baixos.	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Processo complexo, especialmente se envolver Estados diferentes.</li> <li>■ Insegurança se órgãos estaduais responderão com celeridade às demandas por inspeção, registro, monitoramento, para que as CRAs sejam emitidas, transferidas e canceladas.</li> </ul>

acontecer para que as CRAs sejam consideradas valores mobiliários”.

Ao final da apresentação, Annelise evidenciou os aprofundamentos que podem ser feitos e as dúvidas a serem sanadas para consolidar esse processo – inclusive considerando uma grande coalizão entre mundo acadêmico, produtores rurais e a sociedade brasileira.

“Temos a questão da configuração da CRA como um contrato coletivo, e a necessidade de viabilizar um mercado secundário nesse segmento. Há um papel relevante que o governo pode desempenhar nos primeiros anos,

tanto no *enforcement* do Novo Código Florestal, quanto na possibilidade de vender o Brasil no exterior. Deve divulgar especificamente esse título para que investidores estrangeiros possam participar dessa agenda – em especial os SRIs, que já demonstram interesse por classes de ativos desse tipo – e acessar esse mercado que já beira os US\$ 3 trilhões. Por outro lado, há a possibilidade de utilizar as CRAs como meio de pagamento por serviços ambientais no Brasil. Há muitas experiências boas internacionais que poderiam ser replicadas aqui. Fica aqui um convite para avançarmos nesse trabalho”, finalizou. 🌱



# Ary Oswaldo Mattos Filho

## Professor da Escola de Direito da FGV-SP

Mais do que comentários, Ary Oswaldo compartilhou inicialmente o que ele chamou de “uma socialização de angústias” a respeito do potencial das Cotas de Reserva Ambiental (CRAs) como valores mobiliários. O ponto de partida, segundo o professor da FGV-SP, é definir se o país vai optar por um financiamento público ou privado. “A proposta da FGV se baseia no sentido do financiamento privado, mesmo porque, muito embora olhando no curto e no médio prazo, não há muita possibilidade de um financiamento público para as CRAs”, afirmou.

Um segundo ponto que merece reflexão é o propósito governamental de conceituar a CRA e o papel das comissões de


valores mobiliários pelo mundo inteiro – que existem com o único propósito de fornecer informações aos investidores, de modo que tomem suas decisões, mais ou menos arriscadas, sabendo qual é o terreno em que decidiram pisar.

“Essa seria a função de levar a questão para a CVM, focada em disponibilizar informações para o mercado. Nessa etapa, surge uma primeira adjuntiva, a respeito do que está se propondo com as CRAs – se é uma venda de direito para terceiros, ou a venda de um contrato de investimento”, analisou o professor.

Se uma operação envolvendo CRAs for simplesmente a venda de um direito

“Se uma operação envolvendo CRAs for simplesmente a venda de um direito de uso sobre um bem de terceiro, estaria fora do âmbito de atuação da CVM”.





de uso sobre um bem de terceiro – e isso não configure um contrato de investimento coletivo – estaria fora do âmbito de atuação da CVM. Entretanto, se caracterizar a venda de um contrato de investimento – que tem em si não necessariamente o lucro, mas a expectativa de geração de lucro – a questão começa a adentrar no campo de competência normativa da CVM”, salientou Ary Oswaldo.

Supondo que a CRA seja um valor mobiliário, um ponto a saber é se esses contratos de investimento, ou contratos pura e simplesmente, têm a capacidade de gerar uma expectativa de lucro para aquele que está vendendo e para aquele que está comprando esse direito. “Para aquele que está vendendo, provavelmente isso vai ter um preço. Resta saber se há uma expectativa de lucro para aquele que está comprando. O que consigo vislumbrar nesse momento é que o comprador vai se utilizar de uma área cuja tendência é produzir bens, que gerem renda maior”, aponta.

Outro ponto comentado pelo professor da FGV-SP diz respeito ao prazo desse contrato – se a CRA será perpétua ou terá uma validade predeterminada.

Ele chamou a atenção para um aspecto em particular, relacionado à liquidez – necessária para se garantir a oportunidade de negociar.

“Terminado o prazo desse contrato, por exemplo, o vendedor poderá usar esse papel de outra forma, alienando a terceiros? Como isso vai funcionar? Nenhum contrato de investimento coletivo existe de maneira concreta e real se ele não tiver liquidez, que é a possibilidade de alguém negociar esse contrato, no momento que for vantajoso e ao preço que o mercado estiver praticando, dada ou pela bolsa ou pelo balcão. Liquidez é o calcanhar de Aquiles do nosso mercado. Temos uma liquidez pequena para a bolsa, temos uma liquidez quase inexistente para debêntures de renda fixa negociados fundamentalmente entre bancos”, comentou.

Nesse cenário, Ary Oswaldo destaca o “glamour” associado ao mercado de ações, o que faz com que o mercado de renda fixa – que é muito maior – não seja devidamente notado por sua expressividade. “Todo mundo olha com dó para o mercado de renda fixa no Brasil, mas ele é muito grande,

considerando o mercado de debêntures, de *comercial paper*, de certificados e de fundos de investimentos. Mesmo assim, olhamos para ele como se não existisse.”

Ao avaliar os pareceres atestando o que seria valor mobiliário – positivo para os Certificados de Potencial Adicional de Construção (Cepacs) da Prefeitura de São Paulo (2003), e negativo para o mercado de carbono (2009) – o professor da FGV-SP evidencia que o repensar da CVM é contínuo, e cita outros exemplos de valores mobiliários que se consolidaram.

“Entretanto, um valor mobiliário obriga um custo muito maior e um nível de informação para que o detentor desse direito possa avaliar seu investimento. É uma situação diferente daquela informação que ele recebe quando é um comprador de ações. Temos outros valores mobiliários que pegaram, mas isso demora para acontecer. A CVM apresentou o fundo imobiliário ao governo federal em 1991, mas só foi aprovado cinco ou seis anos depois, porque foi preciso mexer no Código Civil e na lei de registros imobiliários. O certificado de recebíveis é outro mercado de valor mobiliário que pegou e foi mais fácil”, comparou.

Ao concluir suas percepções, Ary Oswaldo considerou que criar um mercado para as CRAs é uma ideia boa e interessante – mas será preciso voltar ao básico para saber se é valor mobiliário ou não, e quais as vantagens de ser considerado um valor mobiliário. Isso se faz necessário porque, segundo ele, a CVM não garante a solidez do investimento, mas um fluxo de informações necessário e suficiente para que o investidor analise onde irá colocar o seu dinheiro.

“Quanto mais sofisticado é o investidor, menor é a exigência da CVM em relação a esse fluxo – à medida que se pressupõe que é esperado desse perfil de investidor a capacidade de exigir mais informações de um determinado tipo de valor mobiliário, para decidir se irá comprar ou não comprar. Quem comparece a um *road show* não é a senhora que recebeu herança do seu falecido marido. É ‘um BlackRock’, que está lá porque tem interesse e sabe o que fazer, muito melhor do que qualquer outro investidor. Então, a CVM vai exigir esse fluxo de informações para as CRAs conforme a sofisticação do mercado no qual esse valor mobiliário está sendo ofertado”, concluiu. 🌱



# Daniel Glassel Ramalho

Assessor técnico do Gabinete e responsável pela área de Adequação Ambiental e Desenvolvimento Rural Sustentável da Secretaria de Agricultura e Abastecimento do Estado de São Paulo

Daniel compartilhou seus comentários sobre os dados preliminares do estudo da FEBRABAN e do GVces enfatizando o quanto é essencial trazer para essa discussão sobre as CRAs a participação do mercado, dos interessados, para além do campo meramente ambiental.

“A iniciativa da FEBRABAN e do GVces é louvável. Esse estudo traz os contornos para que possamos construir uma Cota de Reserva Ambiental (CRA) que tenha efetividade, que tenha mercado, e que se preste para a finalidade para a qual

foi criada, a partir do Novo Código Florestal”, comentou.

Nesse sentido, o assessor fez um paralelo entre a condição favorável para tornar a CRA um valor mobiliário e a Cota de Reserva Florestal (CRF), instrumento criado na edição anterior do código. “A CRF nunca saiu do papel e talvez não tenha saído porque não se criou um ambiente propício, inclusive em termos de *enforcement* de lei e de aplicação da legislação anterior para que isso se estruturasse”, disse.

“A CRF nunca saiu do papel porque não se criou um ambiente propício, de aplicação da legislação anterior para que isso se estruturasse.”





Na visão do Estado de São Paulo, e especialmente na visão da Secretaria de Agricultura e Abastecimento, Daniel ressaltou que o que se busca com a estruturação e a regulamentação das CRAs é credibilidade.

“Na área ambiental, falta credibilidade. Não sabemos se os compromissos legais que estão postos vão ser efetivamente exigidos e se vamos ter condições para que aquela legislação possa ser aplicada – seja por desburocratização de órgãos estatais, pela estruturação de uma gama de atores de fiscalização, por uma conscientização de quem produz e de quem compra e de toda cadeia envolvida. Com isso, poderemos inclusive agregar valor aos produtos produzidos aqui no Brasil”, explicou.

Essa grande possibilidade de ganho de mercado – que vem sendo discutida em âmbito nacional e em âmbito estadual – contrasta com um entendimento ainda pendente, quanto às barreiras não-tarifárias que estão crescendo cada vez mais em âmbito global.

“É algo que pode representar um grande entrave para o país, especialmente agora, com esse susto que a China está dando. Temos de considerar para onde as commodities e os produtos brasileiros podem eventualmente migrar, no caso da dificuldade dessa grande potência de continuar consumindo o que o Brasil oferece, em termos de quantidade e número de produtos”, pondera.



Daniel comentou como o Estado de São Paulo tem atuado com o propósito de contribuir para a implementação do Novo Código Florestal. E citou o Cadastro Ambiental Rural (CAR) como *case* de sucesso.

“São Paulo sempre buscou ter um papel ativo para conseguir destravar o que era preciso. Em relação ao CAR, temos uma adesão muito boa e a expectativa de conseguir atingir a meta do Estado. Acreditamos que o Brasil também chegue a essa meta de cadastros, o que dará um panorama completamente diferente, para podermos enxergar essa demanda ambiental e reestruturar os instrumentos de controle do país”, comentou.

Para o assessor, São Paulo tem um papel de destaque nessa estruturação das





CRA porque provavelmente é o mercado consumidor mais relevante para essas cotas. “O Estado quer ter um papel nesse processo não apenas como um mercado consumidor, mas poder, a partir da CRA, estruturar uma responsabilidade ambiental ou uma estruturação de serviços ambientais estaduais, que possa agregar valor aos produtos e que possa trazer benefícios para enfrentarmos crises hídricas, crises de empobrecimento de solo – que são dificuldades que já verificamos hoje no dia a dia do campo, vislumbrou.

Enfocando a CRA como uma forma de incentivar a preservação ambiental e até a recomposição estratégica da vegetação em determinadas regiões, São Paulo já conta com dados econômicos e

ambientais para sustentar esse trabalho: “Poucos Estados ou regiões no Brasil possuem tantos dados a respeito de locais estratégicos para preservação e recomposição, ou mesmo sobre os corredores ecológicos. Temos o projeto Biota, da Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo (Fapesp), que traçou um grande mapa, o qual conseguimos sobrepor aos dados do CAR, os dados de oferta potencial de CRA que hoje já temos identificados. Isso nos permite partir para uma estruturação inteligente da cota como instrumento, e verificarmos qual é a forma mais adequada para atingirmos esse objetivo”, afirmou.

O *enforcement* da lei é premissa básica, diz ele. No Brasil, o fato de nunca se



exigir o cumprimento efetivo de uma lei ambiental gerou, ao longo do tempo, inúmeras distorções. O produtor que normalmente buscou se adequar e se regularizar acabou sendo prejudicado em relação aos demais, porque depois anistias vieram e quem estava regularizado ficava com um prejuízo econômico em razão de ter cumprido a lei.

“Temos de eliminar isso da agenda brasileira, é algo que faz parte de um amadurecimento que estamos buscando. Já vemos isso acontecer em outras áreas e na ambiental estamos próximos de conseguir. O CAR ajudará nesse aspecto e outros instrumentos também. Temos trabalhado em parceria e visto essa preocupação do governo brasileiro de realmente seguir uma linha focada numa questão prática.”

Outra expectativa compartilhada é a de que instrumentos de mercado como a CRA sejam desejáveis sob o aspecto de formação de uma poupança para financiar o restauro ambiental. No Estado de São Paulo, existem áreas possíveis, necessárias e até com possibilidade de um ganho efetivo para os produtores, que às vezes contam com pecuária de baixa produtividade, ou regiões com um tipo de agricultura que hoje não mais se estabelece, por conta da evolução da legislação.

“Defendemos que essa regulamentação tem de vir o quanto antes, porque a janela de oportunidade é o Programa de Regularização Ambiental (PRA). No caso

do PRA vindo sem a instrumentalização da CRA, ainda que tenhamos outras possibilidades de compensação, se o produtor rural não tiver instrumento à mão para se regularizar, teremos uma propensão à não-estruturação adequada do PRA. Ou seja, perdemos tudo o que foi feito a partir do Novo Código Florestal, e perderemos também a oportunidade de estruturar esse mercado da compensação por meio das CRAs”, argumentou.

Daniel concluiu sua participação reforçando que o mercado de CRAs, como valores mobiliários, pode ser um viés importante para carrear investimentos em massa.

“Talvez a CRA seja um equalizador e viabilizador de questões, como a demora no retorno de investimento e *hedge*. Temos que buscar credibilidade sem inviabilizar economicamente o instrumento. Uma coisa é o risco financeiro – que é algo que o mercado aceita, entende e está disposto a correr ao avaliar a possibilidade de ganho. Outra coisa é o risco institucional da segurança jurídica, de o instrumento ser ou não ser legal, de virar uma discussão judicial ou até gerar uma responsabilização do investidor de CRA por um dano ambiental causado por terceiros. Temos certeza que esse mercado pode ser efetivado também como uma rota para direcionarmos uma reestruturação, uma recomposição ambiental para ganharmos serviços ambientais e apoiar a produção no campo”, encerrou. 🌱

# Francisco Bueno de Godoy

Vice-presidente da Sociedade Rural Brasileira (SRB)

“Trabalhamos não só para mapear os passivos ambientais, mas também para que esse problema se torne uma alternativa de negócio.”





Inicialmente, o vice-presidente da Sociedade Rural Brasileira (SRB) comentou sobre a parceria que a instituição mantém com a FEBRABAN em diversos projetos, especialmente na área de sustentabilidade. “Estamos trabalhando fortemente não só para mapear os passivos ambientais, mas também para que o problema ambiental brasileiro possa se tornar uma alternativa de negócio e gerador de riquezas para todos”, afirmou.

Ao comentar os dados preliminares do estudo da FEBRABAN e do GVces, Francisco dividiu com os participantes do evento reflexões a partir do trabalho desenvolvido pelo Comitê de Sustentabilidade da SRB, em relação ao tema das CRAs. O primeiro ponto foi desmembrar a discussão de proteção ambiental das CRAs. “Me parece claro, na leitura da lei, que a preservação da área da floresta está garantida por esses instrumentos jurídicos com regulamento próprio decorrente ou de contrato, no caso de servidão, ou de um ato administrativo ou um ato público”, complementou.

Na visão do vice-presidente da SRB, a CRA é um instrumento que permite a circulação dos direitos recorrentes de ativos ambientais. Tais ativos não são garantidos pelas CRAs propriamente ditas, mas pela existência de um ônus respectivo a outros instrumentos jurídicos – que devem ter um regulamento e uma fiscalização próprios. “Isso nos permite entender, com certa segurança, que não há como distanciar a CRA de um derivativo lastreado por um ativo. No caso desse lastro da CRA, são necessários a credibilidade

e o *enforcement* da lei no âmbito da conservação”, ponderou.

O interesse em permitir a circulação desses direitos está em fazer da CRA um instrumento para circular no mercado de capitais. E a obrigação de registro em bolsa de valores – já prevista no Código Florestal – induz a uma oferta pública e à possibilidade de livre circulação desses títulos. “O objetivo é que se possa trazer um pouco da poupança pública, canalizando investimentos de recursos privados e eventualmente públicos para recomposição de vegetação nativa”, salientou Francisco.

A grande dificuldade desse título é exatamente a expectativa de lucro. “Aquilo que se pode esperar de qualquer título derivativo vem ou da geração de caixa (como o pagamento de juros como remuneração, e que no caso da CRA evidentemente seria decorrente do custo de oportunidade em relação a outras áreas que deixarão de ser oneradas por reserva legal) ou de uma expectativa de valorização, à medida que haja um mercado de negociação desses títulos – e, portanto, uma expectativa de alteração da dinâmica de oferta e de demanda, com oscilação de preço no ativo subjacente”, exemplificou.

No entanto, Francisco considera complicado que a CRA se consolide como instrumento de pagamento por serviços ambientais. Segundo ele, investidor vai adquirir uma CRA ou com a expectativa de retorno do custo de oportunidade, ou pelo interesse em especular com a variação de preço. Mas vê como interessante a

comparação das CRAs com outros títulos da doutrina econômica dos *markets for commons* – voltados a gerar direitos de propriedade difusos, permitindo a apropriação privada por meio de títulos derivativos desses direitos. “Acho que esse é o caminho que pode ser repensado e que se evitou durante a discussão do Novo Código Florestal, que acabou repetindo o formato da disciplina legal anterior, ao preservar espaços protegidos estáticos, sem partir para uma discussão, que até se iniciou na época, sobre estabelecer regras dinâmicas de proteção e sustentabilidade ambiental”, avaliou.

Ele faz um alerta para o fato de que esse mercado não vai existir se as CRAs forem limitadas à compensação de reserva legal. “Ainda que não houvesse excesso de oferta, como parece estar demonstrado, o mercado seria estático. Uma vez regularizado o passivo, por maior que ele seja, não haveria espaço para especulação, a demanda seria decrescente ao longo do tempo, com o crescimento do *enforcement* do Novo Código Florestal, com o monitoramento por satélite para verificação do cumprimento dessa legislação. Em situação de demanda decrescente, o preço também será decrescente e não haverá nenhum espaço para especulação de preço. Contar exclusivamente com o bolso do produtor, como única fonte de demanda para as CRAs, é um fator limitante grave para que haja um mercado para essas cotas”, projetou.

Ainda sobre a demanda das cotas, Francisco traz outro limitador importante a ser considerado, que é a renda do produtor

rural: “Esse aspecto é evidentemente claro para a SRB. Vale lembrar que a rentabilidade do ativo terra é decrescente ao longo do tempo e já é altamente tributada por impostos sobre patrimônio e que são constantemente agravados por novos ônus reais, como a própria legislação ambiental”.

As CRAs podem ser um veículo de investimento para eventuais situações de preservação ambiental. Entretanto, é crucial também que se crie outras destinações para essas cotas, promovendo outros mercados que sejam dinâmicos e crescentes para a sua utilização. “Só atribuindo uma dinâmica maior a esse mercado de CRAs é que poderá haver o seu desenvolvimento” – indicou o vice-presidente da SRB.

“Para que haja um ativo confiável, precisa haver rapidamente uma regulamentação simplificada e suficientemente segura, que garanta a fácil emissão das CRAs com prazos determinados até para criar maior dinâmica de mercado. Com relação à demanda específica da reserva legal, é preciso adotar uma utilização padronizada, garantindo a aceitação, por todos os PRAs estaduais, de todas as cotas emitidas em nível nacional. A SRB entende ser fundamental que se criem mecanismos de investimento de preservação ambiental – que já é um diferencial competitivo e que precisa ser apropriado pela agricultura brasileira, e ser informado e reconhecido pelo mercado para valorização dos nossos produtos agrícolas – que podem ser grandes mecanismos de desenvolvimento sustentável para o Brasil”, concluiu. 🌱



# Plínio Ribeiro

Cofundador e CEO da Biofilica  
Investimentos Ambientais S/A



Plínio fez uma breve explanação sobre o escopo de atuação da Biofilica – uma empresa de investimentos ambientais, focada basicamente em florestas.

“Procuramos interagir em tudo o que diz respeito a mercados que envolvam conservação e, em muitos casos, estamos ajudando a desenvolver esses mercados”, pontuou.


O executivo ressaltou a riqueza do encontro dedicado a esse tema e situado na fronteira do direito e da própria economia: “O primeiro ponto a ressaltar é a importância de contar com o envolvimento do setor financeiro nesse assunto”. Ao refletir sobre a forma como vai acontecer esse amadurecimento das CRAs como instrumento de investimentos, Plínio reafirma a necessidade de voltar à pergunta sobre como canalizar recursos privados para a agenda florestal. “É com esse propósito que estamos aqui reunidos e o desafio dessa discussão é avançar sobre quais vão ser os melhores instrumentos e como que a CRA se encaixa nisso”, destacou.

Do ponto de vista do produtor rural – e, principalmente, do produtor rural que tem o excedente de reserva legal – a CRA representa uma redução do seu custo de *compliance*. Segundo o CEO da Biofilica, esse é um princípio que não se pode perder de vista. “Se todos usarem a CRA para regularizar sua reserva legal, mas não se criar um mercado depois disso,

então a cota cumpriu o seu papel de reduzir o custo de *compliance* no caso da regularização da reserva legal”, afirmou.

Ainda nesse contexto, o segundo ponto associado à CRA é dar valor a quem no passado conservou floresta em sua propriedade – e que ainda hoje possui áreas de vegetação nativa acima do que é exigido por lei. “Estamos envolvidos em projetos de *hedge*, que são grandes fragmentos florestais na maioria dos projetos privados. Vemos como é grande a dificuldade de assegurar esse processo em larga escala. Isso nos dá a impressão de que a CRA veio para baixar o custo e valorizar de alguma maneira essa conservação. Nem todos vão conseguir participar desse processo, até porque vemos aí um excedente de oferta. Mas quem for capaz de participar, e demonstrar que é mais competente para conservar aquela floresta, estará dando lastro a esses títulos”, argumentou.

**“A CRA veio para baixar o custo e valorizar a conservação das florestas.”**



Por outro lado, Plínio fez questão de acrescentar como a sofisticação dessa discussão está muito descolada da realidade vivenciada no campo. E abordou os desafios presentes em dois projetos em que a Biofilica participa, com grandes cooperativas de produtores rurais no Brasil – a Coopercitrus em São Paulo, com 20 mil produtores rurais, e a Comigo em Goiás, que reúne quase 7 mil produtores. “Ainda hoje, estamos com dificuldade de comunicação dos nossos programas em relação ao Cadastro Ambiental Rural (CAR). Na minha visão, a implementação do CAR ainda está muito longe de ser resolvida, principalmente quando olhamos o número de propriedades e não das áreas que já fizeram o cadastro. Se muito, chegaremos

apenas a um terço do total. Estamos muito distantes do cumprimento do CAR. E sem CAR, não tem CRA. Não adiantará discutir a CRA se o CAR não funcionar. Por isso a Biofilica, dentro dos nossos limitados recursos, desenvolveu também um negócio relacionado ao CAR”, disse.

Sobre a dificuldade de entender como a CRA pode ser usada como Pagamento por Serviço Ambiental (PSA), Plínio trouxe a visão da Biofilica – por conta da perspectiva de ser uma empresa envolvida na gestão ambiental. “O foco do nosso negócio é conservar floresta. Como não temos ainda uma lei sobre o PSA, os conceitos são um pouco confusos. Na Biofilica, nosso entendimento é de que a CRA está muito ligada a um serviço ambiental. Quando





temos a compra de um excedente de floresta dentro da propriedade de um indivíduo, essa compra não se refere apenas ao excedente em si, mas à capacidade daquele indivíduo de manter aquela floresta. Quem está comprando está pagando pelo serviço desse indivíduo de mantê-la. Isso, na nossa opinião, é um serviço ambiental. E a CRA pode ser um elemento também de amadurecimento desse mercado de PSA”, complementou.

O executivo falou da importância de estudos como o da FEBRABAN e do GVces, e mencionou um levantamento feito pela Biofilica com a ESALQ (Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz /USP) em 2012 – que proporcionou um mapeamento a partir de uma

modelagem econômica na qual um dos *inputs* para várias culturas agrícolas no país é a estrutura fundiária e geográfica do Brasil. Mas ressaltou que qualquer avaliação 100% precisa somente se dará por meio da implantação total do CAR.

“Sem os dados completos desse cadastro, qualquer outra análise partirá sempre de premissas. Nesse espírito de construção desse mercado, a Biofilica está disposta a abrir seus dados e ajudar a organizar um trabalho técnico para termos números mais reais. Quanto mais próximos ficarmos dos dados que o CAR estará mostrando, melhor”, encerrou. 🍃



# Considerações finais GVCes e FEBRABAN

Encerramento



No encerramento do 43º *Café com Sustentabilidade*, Mário Sérgio Vasconcelos destacou a relevância do trabalho que está sendo conduzido pela Fundação Brasileira para o Desenvolvimento Sustentável (FBDS), com envolvimento técnico da FEBRABAN e de diversas entidades do mercado com o objetivo de acelerar a implantação do CAR. “Trata-se de um mapeamento a partir de fotos por satélite que vai verificar, de certa forma, a atual geografia brasileira”, afirmou.



Sobre o potencial das CRAs, o diretor de Relações Institucionais da FEBRABAN reafirmou o grande desafio de conduzir essa discussão, mas ressaltou, também, a qualificação de todos os envolvidos nesse processo.

“Tivemos hoje uma discussão extraordinária. Não se trata de um tema trivial. O que abordamos, a exemplo de outros *Cafés*, é uma questão diferente e inovadora. Não estamos aqui para nos repetirmos naquilo que continuamente falamos, mas sim para desbravar e encontrar novos caminhos”, comentou.

Mário Sérgio citou a preocupação do setor financeiro nacional – ali representado pela FEBRABAN – de aumentar o fluxo de capitais privados, tanto para a Economia Verde quanto para atividades que impactam fortemente a questão socioambiental.

“Nesse sentido, entendemos que o papel do governo, neste momento e pelos próximos anos e décadas, será muito mais o de arbitrar, de regular, de orientar e de fornecer dados básicos, do que propriamente colocar recursos de incentivos fiscais, que sabemos que não se sustentam em longo prazo. Foi muito bom ouvir no evento de hoje palavras como ‘credibilidade’ e ‘segurança jurídica’. Estamos focados em dar mais competitividade ao Brasil. Ao final, o que queremos é nos inserir entre os países com maior competitividade, relevância e presença internacional, para gerar e distribuir riqueza”, concluiu o diretor de Relações Institucionais da FEBRABAN. 