

**BRUNO SARAIVA PEDREIRA DE CERQUEIRA**

**Os Títulos de Crédito de Securitização Setoriais:  
o caso das emissões de Certificados de Recebíveis Imobiliários  
e de Certificados de Recebíveis do Agronegócio**

Tese de Doutorado

Orientador: Professor Associado Dr. Mauro Rodrigues Penteado

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO**

**FACULDADE DE DIREITO**

**São Paulo - SP**

**2022**



**BRUNO SARAIVA PEDREIRA DE CERQUEIRA**

**Os Títulos de Crédito de Securitização Setoriais:  
o caso das emissões de Certificados de Recebíveis Imobiliários  
e de Certificados de Recebíveis do Agronegócio**

Tese de Doutorado apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Doutor em Direito, na área de concentração Direito Comercial, sob a orientação do Professor Associado Doutor Mauro Rodrigues Penteado.

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO**

**FACULDADE DE DIREITO**

**São Paulo - SP**

**2022**

Catálogo da Publicação  
Serviço de Biblioteca e Documentação Faculdade  
de Direito da Universidade de São Paulo

---

Cerqueira, Bruno Saraiva Pedreira.

Os Títulos de Crédito de Securitização Setoriais: O Caso das  
Emissões de Certificados de Recebíveis Imobiliários e de  
Certificado de Recebíveis do Agronegócio; Bruno Saraiva  
Pedreira de Cerqueira

orientador Mauro Rodrigues Penteado -- São Paulo, 2022.

262 p.

Tese (Doutorado – Programa de Pós-Graduação em Direito  
Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo,  
2022.

1. Títulos de Crédito. 2. Securitização. 3. CRA. 4. CRI.  
I. Penteado, Mauro Rodrigues, orient. II. Os Títulos de  
Crédito de Securitização Setoriais: O Caso das Emissões  
de Certificados de Recebíveis Imobiliários e de  
Certificado de Recebíveis do Agronegócio.

---

## FOLHA DE AVALIAÇÃO

Nome: Cerqueira, Bruno Saraiva Pedreira de.

Título: Os Títulos de Crédito de Securitização Setoriais: O Caso das Emissões de Certificados de Recebíveis Imobiliários e de Certificados de Recebíveis do Agronegócio

Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo para a obtenção do título de Doutor em Direito Comercial.

Julgamento em:

Banca Examinadora

Prof. Dr.: \_\_\_\_\_

Instituição: \_\_\_\_\_

Julgamento: \_\_\_\_\_

Assinatura: \_\_\_\_\_

Prof. Dr.: \_\_\_\_\_

Instituição: \_\_\_\_\_

Julgamento: \_\_\_\_\_

Assinatura: \_\_\_\_\_

Prof. Dr.: \_\_\_\_\_

Instituição: \_\_\_\_\_

Julgamento: \_\_\_\_\_

Assinatura: \_\_\_\_\_

Prof. Dr.: \_\_\_\_\_

Instituição: \_\_\_\_\_

Julgamento: \_\_\_\_\_

Assinatura: \_\_\_\_\_

Prof. Dr.: \_\_\_\_\_

Instituição: \_\_\_\_\_

Julgamento: \_\_\_\_\_

Assinatura: \_\_\_\_\_



## **AGRADECIMENTOS**

A conclusão deste trabalho não teria sido possível sem o apoio dos meus professores, amigos e familiares que estiveram comigo durante esta jornada, e, cada um da sua forma, contribuiu diretamente não só neste trabalho, como também, no meu crescimento pessoal, acadêmico e profissional.

Não poderia deixar de citar e agradecer, em especial, ao Professor e Orientador Mauro Rodrigues Penteado, cujos ensinamentos e orientações foram essenciais na elaboração e conclusão deste trabalho, do início ao fim, e que serão levados para sempre.

Adicionalmente, agradeço aos Professores Secchi Munhoz e Adriana Valéria Pugliesi pelas valiosas contribuições realizadas no exame de qualificação.

A todos, minha gratidão pela paciência, ensinamentos, compreensão e carinho.





Em memória da minha Avó  
Maria Loques Saraiva e do meu Pai,  
Edgard Pedreira de Cerqueira Neto,  
esse último o meu “Primeiro  
Vingador”, falecido durante a  
elaboração do presente trabalho.



## RESUMO

Cerqueira, Bruno Saraiva Pedreira de. **Os Títulos de Crédito de Securitização Setoriais: O Caso das Emissões de Certificados de Recebíveis Imobiliários e de Certificados de Recebíveis do Agronegócio.** 2022. 262 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2022.

Os Certificados de Recebíveis Imobiliários (“CRI”) e os Certificados de Recebíveis do Agronegócio (“CRA”) têm sido amplamente utilizados no mercado de capitais brasileiro nos últimos anos. Tais títulos, criados originalmente para o mercado de securitização imobiliária e do agronegócio, não necessariamente representam operações de securitização propriamente ditas mas integram uma forma de incentivo fiscal concedido aos referidos setores da economia brasileira. Com a edição da Lei nº 14.430, de 03 de agosto de 2022 passou a ser possível a emissão de outros títulos de crédito no âmbito das operações de securitização, persistindo ainda os CRA e os CRI e os seus respectivos incentivos. O presente trabalho procura estudar o regramento aplicável às emissões de CRA e de CRI, incluindo o enquadramento desses títulos como operações de securitização, considerando os conceitos clássicos existentes, e a avaliação dos atuais incentivos fiscais existentes. Adicionalmente, estudar-se-á os emissores dos CRA e dos CRI, as denominadas companhias securitizadoras, considerando a recente regulamentação editada pela Comissão de Valores Mobiliários, qual seja a Resolução nº 60, de 23 de dezembro de 2021.

Palavras chave. Títulos de Crédito. Securitização. CRA. CRI



## **ABSTRACT**

Cerqueira, Bruno Saraiva Pedreira de. Sectors Securitization Securities: The Case of Issuance of Certificates of Real Estate Receivables and Certificates of Agribusiness Receivables. 2022. 262 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2022.

Certificates of Real Estate Receivables (“CRI”) and Certificates of Agribusiness Receivables (“CRA”) have been widely used in the Brazilian capital market in recent years. Such securities, originally created for the real estate and agribusiness securitization market, do not necessarily represent securitization operations per se, but are part of a form of tax incentive granted to the aforementioned sectors of the Brazilian economy. With the enactment of Law n° 14.430, de August 3<sup>rd</sup>, 2022, it became possible to issue other securities within the scope of securitization operations, with the CRA and CRI and the their respective incentives. The present work seeks to study the rules applicable to the issuance of CRA and CRI, including the classification of these securities as securitization operations, considering the existing classic concepts, and the evaluation of the current tax incentives. Additionally, the issuers of CRA and CRI, the so-called securitization companies, will be studied, considering the recent regulation issued by the Securities and Exchange Commission, namely Resolution n° 60, of December 23, 2021.

**Keywords.** Sectors Securitization Securities. CRA. CRI.



## ABSTRACTE

Cerqueira, Bruno Saraiva Pedreira de. **I Titoli di Credito di Cartolarizzazione Settoriali: Il caso dei Certificati di Credito Immobiliare e dei Certificati di Credito Agroalimentare.** 2022. 262 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2022.

I Certificati di Crediti Immobiliari ("CRI") e i Certificati di Crediti Agroalimentari ("CRA") sono stati ampiamente utilizzati nei mercati dei capitali brasiliani negli ultimi anni. Tali titoli, originariamente creati per il mercato delle cartolarizzazioni immobiliari e agroalimentari, non rappresentano necessariamente operazioni di cartolarizzazione in sé, ma integrano piuttosto una forma di incentivo fiscale concesso ai settori di riferimento dell'economia brasiliana. Con l'entrata in vigore della Legge n° 14.430, del 03 del agosto del 2022, è diventato possibile emettere altri titoli di credito nell'ambito delle operazioni di cartolarizzazione, mentre le CRA e gli CRI e i rispettivi incentivi continueranno a esistere. Il presente documento si propone di studiare le regole applicabili alle emissioni di CRA e CRI, compresa la classificazione di questi titoli come operazioni di cartolarizzazione, considerando i concetti classici esistenti e la valutazione degli attuali incentivi fiscali. Inoltre, studieremo gli emittenti di CRA e CRI, le cosiddette società di cartolarizzazione, considerando la recente normativa emanata dalla Commissione brasiliana per i valori mobiliari (Comissão de Valores Mobiliários - CVM), ovvero la Risoluzione n. 60, del 23 dicembre 2021.

Parola Chiave. Titoli di Credito, Cartolarizzazione. CRA. CRI.





## SUMÁRIO

<b>GLOSSÁRIO .....</b>	<b>19</b>
<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>23</b>
<b>I - A SECURITIZAÇÃO E OS TÍTULOS DE CRÉDITO .....</b>	<b>30</b>
I.1. A SECURITIZAÇÃO: PRINCIPAIS ELEMENTOS .....	30
I-1-A. O Lastro, a Aquisição e a sua Vinculação às Operações de Securitização .....	31
I-1-B. Concentração ou Pulverização do Lastro .....	35
I-1-C. Identificação do(s) Devedor(es) .....	35
I-1-D. O Emissor do Título de Securitização .....	39
I-1-E. Emissão do Título de Securitização .....	40
I-1-F. Demais Participantes das Operações .....	41
I.2. CONCEITO DE SECURITIZAÇÃO .....	43
I.3. A SECURITIZAÇÃO NO BRASIL .....	49
I.4. UNIFICAÇÃO DAS NORMAS APLICÁVEIS AOS TÍTULOS DE SECURITIZAÇÃO .....	56
I.4-A. Os Títulos de Crédito e os Títulos de Crédito Setoriais .....	56
I.4-B. A Lei nº 14.430/22 .....	66
I.4-C. Regramento Geral dos Títulos de Securitização .....	68
<b>II – DAS COMPANHIAS SECURITIZADORAS.....</b>	<b>76</b>
II.1. SURGIMENTO DAS SECURITIZADORAS .....	76
II.2. NATUREZA DA ATIVIDADE DA SECURITIZADORA .....	82
II.3. PATRIMÔNIO SEPARADO .....	84
II.4. REGULAMENTAÇÃO ATUAL DAS SECURITIZADORAS .....	97
II.5. RESPONSABILIDADE DAS SECURITIZADORAS .....	102
II.6. DISTRIBUIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS PELAS SECURITIZADORAS .....	105
II.7. ESCRITURAÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS PELAS SECURITIZADORAS .....	109
<b>III – OS CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS .....</b>	<b>112</b>
III.1. BREVES APONTAMENTOS SOBRE O SETOR IMOBILIÁRIO .....	112
III.2. DEFINIÇÃO E CRIAÇÃO DOS CRI .....	117
III.3. OS LASTROS DOS CRI .....	120
III.3-A. O Conceito de Lastro dos CRI e a Jurisprudência da CVM .....	120
Caso WT: Possibilidade de Créditos Oriundos de Contratos de Locação Serem Lastro de CRI .....	121
Caso EP: Primeira Tentativa de Lastro pela Destinação .....	124
Caso Maxpower: Enquadramento de Pertenças como Lastro de CRI .....	127
Caso Rio Bravo: Revolvência do Lastro .....	131
Caso FCVS .....	134
Caso CRI Rede D'or I: Indeferimento do Lastro por Destinação .....	136
Caso CRI Cyrela: O Lastro por Destinação .....	138
Caso CRI com Lastro em CRI .....	141
Caso CRI BR Properties: A Substância Econômica dos Lastros .....	142
Caso Rede D'or II: Ampliação do Lastro por Destinação .....	145
Caso Home Equity .....	146
Casos CRI por Reembolso .....	148
Caso CRI Com Destinação para Pagamento de Aluguel .....	153
Definição de Crédito Imobiliário para fins Lastro de CRI .....	155
III.3-B. Aquisição dos Lastros dos CRI .....	157
III.3-B(I). Aquisição Derivada dos Créditos Imobiliários .....	158
III.3-B(II). Aquisição Originária ou Direta dos Créditos Imobiliários .....	159
III.4. EMISSÃO DOS CRI .....	160
III.4-A. A Vinculação dos Lastros .....	160
III.4-B. Principais Características dos CRI .....	161
III.4-B(I). Descrição dos Créditos Imobiliários .....	162
III.4-B(II). Concentração .....	164
III.4-B(III). Revolvência .....	165
III.4-B(IV). Forma de Remuneração .....	165

III.4-B(V) Denominação e Classificação ANBIMA .....	166
III.5. OFERTA DOS CRI .....	168
<b>IV – OS CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS DO AGRONEGÓCIO .....</b>	<b>172</b>
IV.1. BREVES APONTAMENTOS SOBRE O SETOR DO AGRONEGÓCIO .....	172
IV.2. DEFINIÇÃO E A CRIAÇÃO DOS CRA .....	183
IV.3. LASTROS DOS CRA .....	186
IV.3-A. O Conceito de Lastro dos CRA e a Jurisprudência da CVM .....	186
Caso CCAB Agro: Revolvência do Lastro .....	189
Caso Burger King: O CRA por Destinação .....	192
Caso Syngenta: A Figura do Distribuidor .....	194
Definição de Direitos Creditórios para Fins de Lastro de CRA .....	197
IV.3-B. Aquisição dos Lastros dos CRA .....	200
IV.3-B(I). Aquisição Derivada dos Direitos Creditórios do Agronegócio .....	200
IV.3-B(II). Aquisição Originária ou Direta dos Direitos Creditórios do Agronegócio .....	201
IV.4. EMISSÃO DOS CRA .....	202
IV.4-A. A Vinculação dos Lastros .....	202
IV.4-B. Principais Características dos CRA .....	203
IV.4-B(I). Descrição dos Direitos Creditórios do Agronegócio .....	204
IV.4-B(II). Concentração .....	207
IV.4-B(III). Revolvência .....	207
IV.4-B(IV). Forma de Remuneração .....	208
IV.4-B(V). Denominação e Classificação ANBIMA .....	208
V.5. OFERTA DOS CRA .....	210
<b>V – OS CRI, OS CRA E A SECURITIZAÇÃO .....</b>	<b>214</b>
V.1. OS CRA E OS CRI NO CONTEXTO DA UNIFICAÇÃO DAS NORMAS DOS TÍTULOS DE SECURITIZAÇÃO NO ÂMBITO DA LEI Nº 14.430/22 .....	214
V.1-A. A Aplicação da Lei nº 14.430/22 às Emissões de CRA e de CRI .....	214
V.1-B. Conflito entre os CRI/CRA e os CR dos Setores Imobiliário e do Agronegócio .....	218
V.1-C. Unificação da Regulamentação da CVM para os Títulos de Securitização .....	221
V.1-C(II). A Ampliação das Possibilidades de Substituição dos Lastros .....	223
V.1-C(III). A Unificação e Ampliação das Possibilidades de Revolvência dos Lastros .....	227
V.1-C(III). A Unificação das Regras para o Público Alvo das Ofertas .....	228
V.1-C(IV). A Unificação das Regras de Remuneração dos Títulos .....	230
V.1-C(V). A Unificação do Procedimento de Registro de Oferta Pública .....	231
V.2. ENQUADRAMENTO DAS EMISSÕES DE CRI E DE CRA COMO OPERAÇÕES DE SECURITIZAÇÃO .....	231
V.2-A. Estrutura Clássica x Estrutura Corporativa .....	231
V.2-B. O Enquadramento das Estruturas como Operações de Securitização .....	234
V.3. OS CRI E OS CRA COMO FORMA DE FOMENTO DA ATIVIDADE IMOBILIÁRIA E DO AGRONEGÓCIO .....	240
V.3-A. Os Incentivos para as Emissões de CRI e de CRA .....	240
V.3-B. O Mercado de Capitais e os Incentivos Fiscais .....	249
V.3-C. Impactos dos Incentivos dos CRI e dos CRA para o Setor Imobiliário e para o Agronegócio .....	251
<b>CONCLUSÃO .....</b>	<b>255</b>
<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>259</b>

## GLOSSÁRIO

ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
B3	B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO
BACEN	Banco Central do Brasil
CCB	Cédula de Crédito Bancário
CDA	Certificado de Depósito Agropecuário
CDCA	Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio
Circular BACEN nº 2.905/99	Circular BACEN nº 2.905, de 30 de junho de 1999
CMN	Conselho Monetário Nacional
Comunicado CVM CRA	Comunicado divulgado pela CVM em 21 de novembro de 2008
CONAB	Companhia Nacional de Abastecimento
Código ANBIMA Ofertas Públicas	Código de Regulação e Melhores Práticas para as Ofertas Públicas de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários
Código Civil Brasileiro	Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002
Código Comercial	Lei nº 556, de 25 de junho de 1850
CPR	Cédula de Produto Rural
CPR Financeira	Cédula de Produto Rural Financeira
CR	Certificado de Recebíveis
CRA	Certificado de Recebíveis do Agronegócio
CRI	Certificado de Recebíveis Imobiliários
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
Decreto nº 1.102/03	Decreto nº 1.102, de 21 de novembro de 1903
Decreto-Lei nº 413	Decreto-Lei nº 413, de 09 de janeiro de 1969
Decreto-Lei nº 857	Decreto-Lei nº 857, de 11 de setembro de 1969
Decreto nº 3.855/01	Decreto nº 3.855, de 3 de julho de 2001
EMBRAPA	Empresa Brasileira de Pesquisa Agropecuária
Estatuto da Terra	Lei nº 4.504, de 30 de novembro de 1964.
FIDC	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios

FIDC NP	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizado
FIP	Fundo de Investimento em Participações
FIP IE	Fundo de Investimento em Participações de InfraEstrutura
INCRA	Instituto Nacional de Colonização e Reforma Agrária
IN RFB nº 971/09	Instrução da Receita Federal do Brasil nº 971, de 13 de dezembro de 2009
Instrução CVM nº 356/01	Instrução da CVM nº 356, de 17 de janeiro de 2001
Instrução CVM nº 400/03	Instrução da CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003
Instrução CVM nº 414/04	Instrução da CVM nº 414, de 30 de dezembro de 2004
Instrução CVM nº 444/06	Instrução da CVM nº 444, de 08 de dezembro de 2006
Instrução CVM nº 472/08	Instrução da CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008
Instrução CVM nº 476/09	Instrução da CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009
Instrução CVM nº 480/09	Instrução da CVM nº 480, de 07 de dezembro de 2009
Instrução CVM nº 555/14	Instrução da CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014
Instrução CVM nº 600/18	Instrução da CVM nº 600, de 01 de agosto de 2018
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
Lei de Recuperação e Falência	Lei 11.101, de 9 de fevereiro de 2005
Lei nº 4.829/65	Lei nº 4.829, de 5 de novembro de 1965
Lei nº 6.313/75	Lei nº 6.313, de 16 de dezembro de 1975
Lei nº 6.385/76	Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976
Lei nº 7.492/86	Lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986
Lei nº 8.929/94	Lei nº 8.929, de 22 de agosto de 1994
Lei nº 9.445/97	Lei nº 9.445, de 14 de março de 1997
Lei nº 9.514/97	Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997

Lei nº 9.973/00	Lei nº 9.973, de 29 de maio de 2000
Lei nº 10.200/01	Lei nº 10.200, de 14 de fevereiro de 2001
Lei nº 10.683/03	Lei nº 10.683, de 28 de maio de 2003
Lei nº 10.931/04	Lei nº 10.931, de 02 de agosto de 2004
Lei nº 11.033/04	Lei nº 11.033, de 21 de dezembro de 2004
Lei nº 11.076/04	Lei nº 11.076, de 30 de dezembro de 2004
Lei nº 12.431/11	Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011
Lei nº 12.810/13	Lei nº 12.810, de 15 de maio de 2013
Lei nº 13.097/15	Lei nº 13.097, de 19 de janeiro de 2015
Lei nº 14.130/21	Lei nº 14.130, de 29 de março de 2021
Lei nº 14.430/22	Lei nº 14.430, de 03 de agosto de 2022
Lei Uniforme de Genebra	Decreto nº 57.663, de 24 de janeiro de 1966
LCA	Letra de Crédito do Agronegócio
LCI	Letra de Crédito Imobiliário
LIG	Letra Imobiliária Garantida
LINDB	É o Decreto-Lei nº 4.657, de 04 de setembro de 1942, conhecido como a Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro
MAPA	Ministério da Agricultura, Pecuária e o Abastecimento
MP 1.103/22	Medida Provisória nº 1.103, de 15 de março de 2022
PFE ou PJU	Procuradoria Federal Especializada da CVM
Receita Federal ou RFB	Receita Federal do Brasil
Regulamento IR	Decreto nº 3.000, de 26 de março de 1999
Resolução CMN nº 2.493/98	Resolução do CMN nº 2.493, de 7 de maio de 1998
Resolução CMN nº 2.517/98	Resolução do CMN nº 2.517, de 29 de junho de 1998
Resolução CMN nº 2.921/02	Resolução do CMN nº 2.921, de 17 de janeiro de 2002
Resolução CMN nº 2.907/01	Resolução do CMN nº 2.907, de 29 de novembro de 2001
Resolução CMN nº 4.410/15	Resolução do CMN nº 4.410, de 28 de maio de 2015

Resolução CVM 30	Resolução da CVM nº 30, de 11 de maio de 2021
Resolução CVM 39	Resolução da CVM nº 39, de 13 de julho de 2021
Resolução CVM 60	Resolução da CVM nº 60, de 23 de dezembro de 2021;
Resolução CVM 80	Resolução da CVM nº 80, de 29 de março de 2022
SFI	Sistema Financeiro Imobiliário
SFH	Sistema Financeiro de Habitação
SER	Superintendência de Registros da CVM
SSE	Superintendência de Securitização da CVM
STF	Supremo Tribunal Federal
STJ	Superior Tribunal de Justiça
UQBAR	Empresa de inteligência de mercado que pesquisa dados em relação ao mercado de securitização.
WA	Warrant Agropecuário

## INTRODUÇÃO

Em português a palavra securitização deriva do inglês "securitization"<sup>1</sup>, inspirado na ideia de que estar-se-ia embutida no processo de criação de um novo "security", ou seja, criação de um novo valor mobiliário. Assim, a securitização seria o processo de criação de um novo valor mobiliário termo coerente com a denominação dos valores mobiliários em inglês: "securities", não sendo, no entanto, a única forma pela qual esse instituto é denominado. A doutrina portuguesa, por sua vez, denomina as operações de securitização como "titularização", na tentativa de expressar a ideia de criação de novos títulos.

De acordo com ODITAH<sup>2</sup> a palavra securitização (securitisation no texto original em inglês) carece de sentido técnico e pode ser entendida de diversas formas, sendo simplesmente jargão do mercado financeiro incorporado ao sistema jurídico sem maiores cuidados.<sup>3</sup>

Para ODITAH a palavra securitização pode ser entendida de três formas, quais sejam: (a) a transformação de ativos ilíquidos em títulos negociáveis; (b) operações de cessões de recebíveis, seguida ou não da emissão de um título; ou (c) emissão de títulos de dívida lastreados em ativos subjacentes.

Independente da questão terminológica, a doutrina nacional e estrangeira buscam definir o conceito de securitização, mas não há definição uniforme em relação ao que seria securitização.

---

<sup>1</sup> "The term securitization has an interesting origin. It first appeared in a 'Heard on the Street' column of the Wall Street Journal in 1977. Ann Monroe, the reporter responsible for writing the column, called me to discuss the underwriting by Salomon Brothers of the first conventional pass-through security, the landmark Bank of America issue. She asked what I called the process and, for want of a better term, I said securitization. Wall Street Journal editors are sticklers for good English, and when the reporter's column reached her editor, he said there was no such word as securitization. He complained that Ms. Monroe was using improper English and needed to find a better term. Late one night, I received another call from Ann Monroe asking for a real word. I said, 'But I don't know any other word to describe what we are doing. You'll have to use it'. The Wall Street Journal did so in protest, noting that securitization was a term concocted by Wall Street and not a real word." (RANIERI, Lewis. *The origins of securitization, sources of its growth, and its future potential*. In KENDALL, Leon T., e FISHMAN, Michael J. (Coord.). *A primer on securitization*. Cambridge: MIT Press, 2000, p. 31).

<sup>2</sup> ODITAH, Fidelis. Selected issues in securitization. In: *The future for the global securities market: legal and regulatory aspects*. Oxford: Clarendon Press, 1996. P. 84.

<sup>3</sup> ODITAH, Fidelis. Selected issues in securitization. In: *The future for the global securities market: legal and regulatory aspects*. Oxford: Clarendon Press, 1996. P. 84.

De acordo com Kendall<sup>4</sup>, por exemplo, a securitização de ativos pode ser definida como o processo de agrupar empréstimos e outros investimentos de dívida, convertendo-os em valores mobiliários a serem vendidos para investidores. Esse processo converteria ativos ilíquidos que não poderiam ser alienados diretamente para os investidores em valores mobiliários aceitados à negociação no mercado.

Diversas são as teorias que justificam e enaltecem as operações de securitização, defendendo, inclusive, que as operações de securitização apresentam vantagens em relação a uma operação de crédito tradicional. Dentre as principais justificativas destacam-se: (i) a diversificação das fontes de financiamento, por meio de operações realizadas no mercado de capitais; e (ii) redução do custo de capital, em comparação com o que poderia se obter no mercado bancário tradicional ou pela emissão de valores mobiliários.

Ou seja, inicialmente o conceito e a função da securitização estariam atrelados a possibilidade de criar um novo valor mobiliário com lastro em ativos ilíquidos no intuito de viabilizar novas fontes de captação de recursos.

As operações de securitização podem ser estruturadas para beneficiar qualquer setor da economia, tais como, por exemplo, o mercado bancário, educacional, imobiliário, do agronegócio, mercantil e etc. No Brasil essas operações são realizadas por meio da emissão de um título de crédito ou por meio da utilização de um fundo de investimento, tais com os FIDC.

No entanto, no mercado de securitização brasileiro há uma peculiaridade em relação aos demais países do mundo. Apesar de ser possível a realização de operações de securitização para qualquer setor da economia no Brasil existe um conjunto de legislações específicas para operações de securitização de determinados setores.

---

<sup>4</sup> “Securitization can be defined as a process of packaging individual loans and other debt instruments, converting the package into a security or securities, and enhancing their credit status or rating to further their sale to third-party investors. The process converts illiquid individual loans or debts instruments which cannot be sold readily to third-party investors into liquid, marketable securities. These new debt instruments are often termed “asset-backed securities” because each pool is backed by specific collateral rather than by the general obligation of the issuing corporation or instrumentality. Investors purchase a proportionate share of the assets and the bundle of rights linked to the assets, not a general obligation typical of traditional corporate debt.” (KENDALL, Leon T. *Securitization: a New Era in American Finance*. In KENDALL, Leon T., e FISHMAN, Michael J. (Coord.). *A primer on securitization*. Cambridge: MIT Press, 2000, pp. 1-2).



Tratam-se das operações de securitização do mercado imobiliário e do agronegócio que possuem títulos de crédito próprios previstos em lei e um amplo sistema normativo regulando o seu funcionamento.

Em 1997, foi editada a Lei nº 9.514/97, que dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, instituiu a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências, incluindo a criação dos CRI.

A Lei nº 9.514/97 foi uma iniciativa curiosa praticada pelo legislador brasileiro que ao invés de criar um título a ser utilizado para toda e qualquer operação de securitização, criou os CRI com o objetivo originalmente de permitir que as empresas originadoras de créditos imobiliários, oriundos da realização de empréstimos para a aquisição ou produção de imóveis, pudessem repassá-los para o mercado financeiro.

Ou seja, o primeiro título de securitização brasileiro<sup>5</sup> foi um título voltado para o setor imobiliário, tendo como objetivo inicial a securitização de empréstimos em grande parte de instituições financeiras, relacionados à aquisição ou produção de imóveis.

Em 2004 foi editada a Lei nº 11.076/04, instituindo os CRA, título inspirado no CRI, destinado a securitizar direitos creditórios do agronegócio, definidos como os direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária.

Dados da B3 indicam que o estoque das emissões de CRI e de CRA é de aproximadamente R\$ 128 (cento e vinte e oito) bilhões de reais<sup>6</sup>, sendo aproximadamente R\$ 80 (oitenta) bilhões de reais em emissões de CRI e aproximadamente R\$ 48 (quarenta e oito) bilhões de reais em emissões de CRA. Considerando o mesmo período outras operações de securitização como é o caso das operações realizadas pelos FIDC, outro instrumento de

---

<sup>5</sup> O CRI foi o primeiro título de securitização criado no ordenamento jurídico brasileiro o que não inviabilizou a realização de operações de securitização por meio da emissão de debêntures.

<sup>6</sup> Conforme consulta realizada no endereço eletrônico da B3 ([www.b3.com.br](http://www.b3.com.br)) em 17 de abril de 2022.

securitização utilizado por diversos setores da economia, têm tamanho de R\$ 190 bilhões de reais.

O tamanho do mercado de CRI e de CRA, em teoria existente apenas para o agronegócio e para o setor imobiliário, em relação ao restante do mercado de securitização brasileiro é incomum.

Ainda, nota-se, algumas peculiaridades em relação às emissões de CRI e de CRA. Inicialmente pode-se observar que algumas emissões de CRI e de CRA têm estruturas diferentes das estruturas de securitização tradicionais apresentando características de operações de crédito tradicionais. Adicionalmente, nota-se que algumas empresas beneficiadas pelas emissões de CRI e de CRA não são oriundas do mercado imobiliário ou do agronegócio, respectivamente, estando incluídas nos mais variados setores da economia, tais como os setores de mineração, petroquímico, varejo, alimentação, logística, transporte, hospital e de educação.

Em 03 de agosto de 2022 foi editada a Lei nº 14.430/22, oriundo da conversão da MP 1.103/22 de 15 de março de 2022, dispondo, entre outros, sobre as regras gerais aplicáveis à securitização de direitos creditórios e à emissão de CR, título de crédito de securitização que pode ser usado para qualquer setor da economia.

A Lei nº 14.430/22 foi inspirada nos regramentos e na experiência existente para as emissões de CRI e de CRA, prevendo, inclusive, conceito de securitização distinto em relação aos conceitos clássicos de securitização, definindo como a operação de emissão e a colocação de valores mobiliários junto a investidores, cujo pagamento é primariamente condicionado ao recebimento de recursos dos direitos creditórios que o lastreiam.<sup>7</sup> Ainda, curiosamente, a Lei nº 14.430/22 ao criar um normativo único para todo o mercado de securitização, não extinguiu do ordenamento jurídico brasileiro os CRI e os CRA.

O conceito previsto na Lei nº 14.430/22 difere do conceito tradicional de securitização por apenas restringir-se a questão da segregação patrimonial. A legislação portuguesa, por

---

<sup>7</sup> Conforme parágrafo único do artigo 18 da Lei nº 14.430/22, transcrito a seguir: “Parágrafo único. É considerada operação de securitização a aquisição de direitos creditórios para lastrear a emissão de Certificados de Recebíveis ou outros títulos e valores mobiliários perante investidores, cujo pagamento é primariamente condicionado ao recebimento de recursos dos direitos creditórios e dos demais bens, direitos e garantias que o lastreiam.”

exemplo, define como operações de securitização a transmissão de créditos com vista à subsequente emissão, pelas entidades adquirentes, de valores mobiliários destinados ao financiamento das referidas operações<sup>8</sup>.

Antes mesmo do conceito entalecido na Lei nº 14.430/22, a CVM, por sua vez, já havia definido securitização como a aquisição de direitos creditórios para utilização como lastro de emissão de títulos de securitização para colocação junto a investidores, cujo pagamento é primariamente condicionado ao recebimento de recursos dos direitos creditórios e demais bens, direitos e garantias que lastreiam a emissão.<sup>9</sup>

Ainda, a Lei nº 14.430/22 consolidou a figura da companhia securitizadora, sociedade responsável pela emissão dos títulos de securitização, como sociedade anônimas, tendo, no entanto, responsabilidades e atribuições distintas em relação às demais sociedades anônimas de capital aberto existentes no país, tendo em vista que, em regra, as securitizadoras não são responsáveis pelo adimplemento das suas emissões. Essa peculiaridade gera desafios do ponto de vista do regulador quando da sua regulamentação.

A partir do exposto acima colocam-se as seguintes questões as quais o presente trabalho buscará responder:

(a) Por que o ordenamento jurídico brasileiro a partir da experiência observada nas emissões de CRI e de CRA apresentou conceito de securitização distinto do conceito de securitização clássico? Pode-se considerar todas as emissões de CRI e de CRA como operações de securitização considerando os conceitos clássicos acerca do assunto?

(b) O que justifica empresas não integrantes dos setores imobiliários e do agronegócio serem beneficiadas em emissões de CRI e de CRA? Qual(is) é(são) o(s) critério(s) para o enquadramento de uma operação em uma emissão de CRI e de CRA?

---

<sup>8</sup> Introduzido pelo Decreto-Lei nº 453, de 05 de novembro de 1999.

<sup>9</sup> Vide artigo 2º da Resolução CVM 60, transcrito a seguir: “Art. 2º Para fins da presente Resolução, entende-se por: (...) VII – operação de securitização: aquisição de direitos creditórios para utilização como lastro de emissão de títulos de securitização para colocação junto a investidores, cujo pagamento é primariamente condicionado ao recebimento de recursos dos direitos creditórios e demais bens, direitos e garantias que lastreiam a emissão;”

(c) Em virtude de a Lei nº 14.430/22 não ter revogado expressamente as definições de CRI e de CRA qual deve ser a legislação aplicável para essas emissões? Ainda, considerando a diferença no regramento entre esses títulos qual deveria ser o tratamento a ser dado pela CVM na sua regulamentação ?

(d) Quais critérios diferem a companhia securitizadora de uma sociedade anônima de capital aberto comum, em especial para fins da regulação a ser adotada pela CVM?

No intuito de responder as questões acima o presente trabalho encontra-se dividido em 6 (seis) capítulos. Inicialmente, o primeiro capítulo versará sobre: (a) o conceito de securitização existente na doutrina nacional e estrangeira; (b) os principais conceitos aplicáveis para esse tipo de operação, tais como a relação entre os créditos vinculados e os títulos de securitização (incluindo os riscos existentes e a revolvência), as garantias existentes (incluindo reforços de crédito mediante substituição de créditos e etc), as diferenças entre créditos performados e não performados, bem como de operações com ou sem retenção de riscos; (c) a principal finalidade das operações de securitização no mercado; (d) a securitização no Brasil desde a realização da primeira operação até a edição da Lei nº 14.430/22; e (e) as principais regras oriundas da Lei nº 14.430/22, normativo que pretende unificar as regras aplicáveis para as emissões de securitização.

Posteriormente o segundo capítulo buscará estudar os emissores desses títulos de securitização, as denominadas companhias securitizadoras, incluindo o seu histórico e a regulamentação atual da CVM, definindo qual deveria ser a melhor interpretação acerca da natureza da sua atividade e em relação aos principais aspectos da atual regulamentação dessas companhias.

Os terceiros e quartos capítulos, respectivamente, terão como objetivo apresentar com maior profundidade o regramento das emissões de CRI e de CRA, incluindo: (a) breves comentários sobre cada setor (imobiliário e do agronegócio), tais como a abrangência de cada setor, a sua importância para a economia e alguns apontamentos relacionados à forma como esse setor acessa crédito no mercado brasileiro; (b) o contexto da criação de cada um dos títulos; (c) o conceito de lastro de cada uma das emissões e a sua evolução ao longo dos anos, considerando a jurisprudência da CVM sobre o assunto; e (c) as principais características das emissões de cada um dos títulos, a partir da ilustração de operações praticadas pelo mercado

atualmente, abordando, adicionalmente, as principais regras existentes relacionadas com a oferta pública desses títulos.

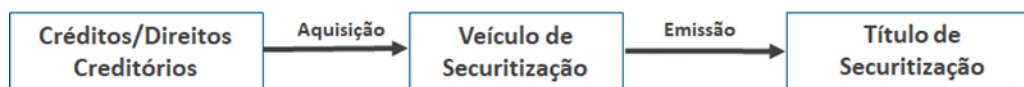
O quinto capítulo pretenderá: (a) questionar a aplicação da Lei 14.430/22 às emissões de CRI e de CRA; (b) comentar as diferenças e semelhanças relacionadas aos títulos de CRI e de CRA contribuindo para a eventual regulamentação a ser editada pela CVM para regulamentar todos os títulos de crédito de securitização de uma forma uniforme; (c) questionar se as emissões de CRI e de CRA enquadram-se como operações de securitização; (d) avaliar os incentivos existentes para a realização dessas operações, incluindo as suas premissas e consequências para os reguladores e operadores do direito; (e) sugerir parâmetros a serem utilizados por reguladores e operadores do direito na interpretação das normas dos CRA e dos CRI, incluindo para fins de avaliação do enquadramento de determinada operação como apta a ser objeto de emissão de CRA ou de CRI.

O sexto capítulo concluirá o trabalho.

## I - A SECURITIZAÇÃO E OS TÍTULOS DE CRÉDITO

### I.1. A Securitização: Principais Elementos

A realização de uma operação de securitização por meio da emissão de um título de crédito depende, em regra, da sua vinculação a determinados direitos creditórios ou créditos denominados comumente de “lastro”, a serem detidos por determinado veículo de securitização, conforme ilustrado abaixo.



A relação entre o título de securitização e os créditos/direitos que venham a ser vinculados é de total dependência dado que, em regra, o adimplemento do título de securitização depende do adimplemento do seu lastro.

Nos casos dos títulos de crédito de securitização a vinculação prévia a um lastro trata-se de um dos principais requisitos para a emissão tendo em vista a característica de causalidade desses títulos.<sup>10</sup> Trata-se de tema da maior importância pois a emissão de títulos de securitização sem o correspondente lastro, nos termos autorizados pela legislação, é considerado crime nos termos do artigo 7º, III, da Lei nº 7.492/86.<sup>11</sup>

O risco de pagamento de determinada operação de securitização não é, em regra, do emissor do título de securitização (denominado veículo de securitização), mas sim dos devedores dos créditos/direitos que venham a ser vinculados a esse título (ou seja, do seu lastro). Caso os créditos/direitos não venham a ser pagos, o emissor do título de securitização não assume qualquer responsabilidade em relação ao pagamento da operação, salvo se tiver sido pactuado de forma diversa. Não existindo nenhuma forma de coobrigação em relação ao adimplemento do título de securitização é facultado ao emissor do título de securitização a

<sup>10</sup> No caso de outros instrumentos de securitização como cotas de FIDC não há necessidade de prévia vinculação de créditos/direitos ao fundo. O FIDC admite a subscrição e integralização das suas cotas previamente, sem qualquer lastro vinculado, considerando apenas uma política de investimento prévia prevista no regulamento.

<sup>11</sup> “Art. 7º Emitir, oferecer ou negociar, de qualquer modo, títulos ou valores mobiliários: (...) III - sem lastro ou garantia suficientes, nos termos da legislação.”

quitação do título mediante a dação em pagamento do respectivo lastro que tenha sido vinculado.

Essa peculiaridade gera desafios para investidores, reguladores, operadores do direito e outros na avaliação de uma operação de securitização, considerando, inclusive: (a) a concentração ou pulverização de devedor(es) do lastro; (b) a identificação do(s) devedor(es) dos créditos/direitos vinculados, bem como avaliação dos fatores que podem afetar o adimplemento desses créditos/direitos pelo(s) devedor(es); (c) a natureza dos direitos/creditos vinculados, incluindo as garantias existentes; (d) a forma de aquisição dos créditos/direitos pelo veículo de securitização; (e) as garantias outorgadas quando da transferência dos créditos/direitos para o veículo de securitização; (f) a identificação do veículo de securitização, incluindo a sua forma de constituição e viabilidade da continuidade das suas operações; (g) a forma de emissão do título de securitização; e (h) os demais prestadores de serviços que venham a ser contratados no âmbito da operação.

#### I-1-A. O Lastro, a Aquisição e a sua Vinculação às Operações de Securitização

Conforme exposto acima todo título de securitização deve estar vinculado a determinados créditos/direitos creditórios.

Os créditos/direitos originam-se normalmente de um negócio jurídico celebrado entre 2 (duas) ou mais pessoas, podendo representar operações de financiamento bancário, financiamento imobiliário, de compra e venda mercantil e outros.

Não há qualquer restrição para o tipo de negócio jurídico a ser utilizado devendo apenas, para fins da elegibilidade para uma operação de securitização, que esse negócio seja capaz de criar um direito creditório ou crédito, presente ou futuro, devido em face de determinado(s) devedor(es).<sup>12</sup>

Deve-se identificar que tipo de crédito/direito será lastro do título de securitização, avaliando, inclusive, a sua existência, exigibilidade, garantias e outros elementos aplicáveis, conforme expostos a seguir.

---

<sup>12</sup> A doutrina cita, por exemplo, os casos dos cantores David Bowie, James Brown, o Isley Brothers e Rod Stewart, que realizaram operações de securitização com lastro em seus royalties para arrecadar recursos.

A CVM fez uma distinção entre crédito e direito creditório. O Colegiado da CVM, no âmbito do Processo CVM RJ2004/6913, entendeu que “direitos creditórios” e “créditos” seriam conceito distintos, sendo “créditos” apenas aquilo que já fosse existente no momento da realização da operação de securitização e “direitos creditórios” um conceito mais amplo, abrangendo os créditos já constituídos e os direitos futuros ainda seriam materializados em créditos.<sup>13</sup>.

Em relação à exigibilidade o crédito/direito pode não ser exigível no momento da sua vinculação ao título de securitização pois a sua exigibilidade pode depender do implemento de determinada condição futura. Exemplificando o exposto acima cabe citar a entrega de determinada mercadoria objeto de um contrato de compra e venda como condição para que o valor da venda seja devido pelo respectivo comprador. Esses créditos cuja a exigibilidade do pagamento ainda dependa do implemento de determinada condição (nesse caso a entrega) são denominados “não performados”. Já os créditos cuja a exigibilidade do pagamento não depende do implemento de determinada condição são denominados “performados”.

---

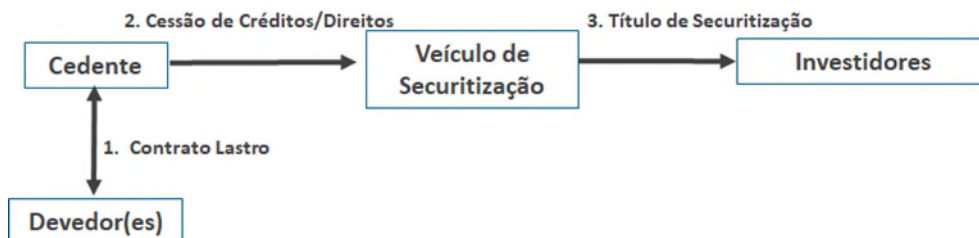
<sup>13</sup> A CVM ainda fez uma distinção em 2006 quando da edição da Instrução CVM nº 444/06 criando os denominados “direitos creditórios não padronizados” que seriam aqueles que: (i) que estejam vencidos e pendentes de pagamento quando de sua cessão para os FIDC NP; (ii) decorrentes de receitas públicas originárias ou derivadas da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, bem como de suas autarquias e fundações; (iii) que resultem de ações judiciais em curso, constituam seu objeto de litígio, ou tenham sido judicialmente penhorados ou dados em garantia; (iv) cuja constituição ou validade jurídica da cessão para os FIDC NP seja considerada um fator preponderante de risco; (v) originados de empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial; (vi) de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas; e (vii) de natureza diversa, não enquadráveis no disposto no inciso I do art. 2º da Instrução CVM 356. Essa distinção careca de fundamento doutrinário tendo sido instituído pela CVM como forma de restringir o público alvo investidor dessas operações conforme exposto pela própria CVM no edital de audiência pública que resultou na edição da Instrução CVM 444, conforme trecho transcrito a seguir: “A minuta em anexo tem por objetivo instituir tratamento regulatório diferenciado para os FIDC que tenham por objetivo realizar aplicações em direitos creditórios que apresentem características especiais (tal como nos casos referidos nas consultas mencionadas nas notas 2 e 3 supra), que os diferenciam dos direitos creditórios gerados de operações regularmente realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços (inciso I do art. 2º da Instrução nº 356). A esses direitos creditórios é dada a denominação de “direitos creditórios não-padronizados”. Nessa categoria incluem-se os direitos creditórios que, no entender da CVM, demandam do investidor uma análise mais aprofundada de aspectos jurídicos (como na hipótese em que a validade jurídica da cessão para o FIDC é considerada um fator preponderante de risco), bem como de aspectos operacionais (como no caso de créditos existência futura e montante desconhecido). Com esta abordagem, pretende-se instituir tratamento diferenciado para os FIDC que apresentem riscos de natureza jurídica ou operacional relevantes que exijam do investidor mais do que a expertise financeira usualmente empregada na análise de modalidades de investimento já assimiladas pelo mercado. Seguindo essa linha de entendimento, foi elaborado um elenco não-exaustivo de direitos creditórios que podem se enquadrar no conceito acima descrito, com base na experiência recente desta Comissão em consultas formuladas por interessados, manifestando interesse em constituir FIDC para aquisição de direitos creditórios que apresentam tais características”.



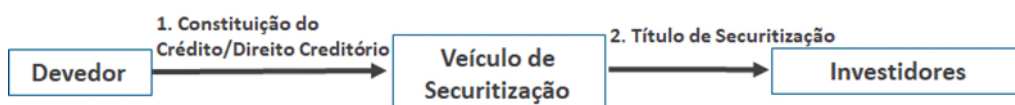
Previamente à realização da operação os créditos/direitos creditórios devem ser adquiridos pelo veículo de securitização, para fins de posterior vinculação à referida emissão do título de crédito de securitização. Uma vez identificado o crédito/direito cabe identificar a existência de garantias outorgadas pelos respectivos devedores. Essas garantias podem ser reais (alienação fiduciária de imóveis, cessão fiduciária de recebíveis e etc) ou fidejussórias (aval ou fiança). Por exemplo, é comum que créditos oriundos de financiamento imobiliário tenham como garantia a alienação fiduciária do próprio imóvel financiado. Adicionalmente, em créditos oriundos de financiamento para empresas, a depender do risco de crédito desse devedor, é comum que sejam solicitadas garantias reais em relação a determinado ativo da empresa, tais como garantias reais ou fidejussórias dos controladores da referida entidade.

A forma de aquisição do direito/crédito pode ocorrer de 2 (duas) formas, sendo mediante a cessão de crédito/direito ou mediante a celebração de negócio jurídico diverso que atribua a titularidade do crédito/direito ao emissor do título de securitização.

No primeiro caso a originadora do crédito denominada nesse caso “Cedente” e na qualidade de titular de créditos/direitos de crédito, cede esses créditos/direitos para um veículo de securitização que, por sua vez, emite o título de securitização, conforme ilustrado a seguir.



A outra opção de estrutura decorre da celebração de negócios jurídicos diversos viabilizando a aquisição do crédito/direito creditório a ser vinculada ao título de securitização, como, por exemplo, a subscrição de uma emissão de valor mobiliário por um veículo de securitização, conforme ilustrado a seguir.



O objetivo de diferenciar a forma de aquisição do crédito/direito pelo emissor do título de securitização tem como primeira finalidade avaliar quais riscos a operação de securitização poderá estar sujeita. Por exemplo, quando os créditos/direitos são cedidos de um determinado cedente para o veículo de securitização deve-se avaliar eventuais eventos que podem invalidar ou ainda tornar ineficaz a cessão, como ocorrer por exemplo, em situações de fraude a credores e fraude à execução, bem como nos casos em se faz necessária a notificação prévia ao devedor do respectivo crédito/direito.

Adicionalmente, a diferenciação ajuda também em relação às garantias eventualmente existentes na operação. Conforme exposto anteriormente o crédito/direito objeto da securitização pode contar com garantia desde o seu nascimento, outorgada pelo próprio devedor ou ainda por sócios do respectivo devedor, por exemplo. Essas garantias podem ser reais (alienação fiduciária de imóveis, cessão fiduciária de recebíveis e etc) ou fidejussórias (aval ou fiança). A depender do tipo de aquisição do crédito/direito a garantia já estará constituída em favor do emissor do título de securitização, como é o caso das operações em que há relação direta entre o devedor e o veículo emissor, tendo em vista que, nesses casos, o emissor do título de securitização já será o credor dos referidos créditos/direitos. No entanto, nas operações em que a garantia foi constituída para um terceiro, deve-se avaliar a possibilidade bem como os procedimentos necessários para a transferência dessas garantias para o emissor do título de securitização. Por exemplo, quando uma instituição financeira que seja credora de créditos garantidos por alienação fiduciária de imóvel decide securitizar esses créditos por meio da cessão para uma companhia securitizadora, deve-se averbar o instrumento de cessão ou a própria escritura de emissão de CCI, conforme seja o caso, no cartório de registro de imóveis do referido imóvel garantido, sob pena de a securitizadora não conseguir, no futuro, executar a referida garantia.

Ainda, em alguns casos, nas operações em que existe a cessão de créditos/direitos é comum que seja solicitada a outorga de garantias adicionais por parte do respectivo cedente. Essas garantias podem incluir: (a) a coobrigação, de forma que o cedente assuma a obrigação pela solvência dos créditos/direitos transferidos para o veículo de securitização; e (b) a outorga de garantias adicionais por parte da cedente, de forma que a garantir o adimplemento dos créditos/direitos transferidos para o veículo de securitização. Uma das “garantias” existentes pode ser a obrigação assumida pela cedente de substituir os créditos/direitos que apresentem determinadas características, como determinado percentual de inadimplência.

### I-1-B. Concentração ou Pulverização do Lastro

Nas operações concentradas os créditos/direitos são devidos por um ou por poucos devedores<sup>14</sup>. Nas operações pulverizadas, ao contrário, os créditos são devidos por diversos devedores.

Essa análise é fundamental para avaliar o restante da operação. Em uma securitização concentrada, por exemplo, qualquer problema que venha afetar o devedor ou os poucos devedores da operação poderá levar ao inadimplemento da operação de securitização como um todo.

No caso de uma operação pulverizada a inadimplência de determinados créditos/direitos vinculados ao título de securitização não necessariamente levará ao inadimplemento da operação. Isso decorre do fato de que, nesses casos, a operação só precisa do adimplemento de um certo número de investidores<sup>15</sup>.

### I-1-C. Identificação do(s) Devedor(es)

Uma vez conhecido o número de devedores passar-se-á a avaliar o devedor ou os devedores dos créditos/direitos vinculados ao título de securitização, tendo em vista que esse(s) devedor(es) é/são o(s) principal(is) responsável(is) pelo adimplemento da operação.

A avaliação dependerá necessariamente do número de devedores. Em uma operação concentrada avalia-se especificamente o devedor ou os poucos devedores da operação. A

---

<sup>14</sup> Seguindo pela lógica da CVM na edição de seus normativos sugere-se a concentração de uma operação quando um devedor responde por mais de 20% (vinte por cento) dos créditos/direitos.

<sup>15</sup> Inúmeros são os fatores que levam a essa condição. Entre eles, destacam-se a diferença entre a taxa de juros entre os créditos/direitos e o título de securitização e um valor maior de créditos/direitos em relação ao seu título de securitização. No primeiro caso os créditos/direitos apresentam uma taxa de juros maior que a taxa de juros do título de securitização. Isso faz com que o valor dos direitos/créditos cresça numa velocidade maior que a velocidade do respectivo título de securitização. No segundo caso é comum que exista uma “gordura inicial” entre o valor do título de securitização e os créditos/direitos vinculados. Logo, essa diferença a maior entre o valor dos créditos/direitos e o valor do título de securitização faz com que certas inadimplências não gerem a inadimplência do título de securitização.

avaliação por fatores micro<sup>16</sup> e macroeconômicos<sup>17</sup>, bem como fatores específicos<sup>18</sup>, que possam afetar a sua capacidade de pagamento.

Em relação aos créditos/direitos pulverizados a avaliação geralmente não é realizada especificamente para cada um dos devedores<sup>19</sup>. Nesses casos é comum avaliar o perfil desses devedores e os critérios de concessão de crédito concedidos pelo Cedente para fins de identificar os fatores micro e macroeconômicas mencionadas acima. Por exemplo, em uma operação pulverizada representada por créditos devidos por farmácias o perfil a ser avaliado é de empresas varejistas de medicamentos, para fins de avaliação dos fatores micro e macroeconômicos aplicáveis. Adicionalmente o critério de concessão de crédito auxilia, por exemplo, na identificação de eventuais características que possam afetar a capacidade de pagamento dos devedores.

Recentemente, com a introdução dos novos meios de pagamento, criação dos arranjos de pagamentos e das novas tecnologias, a securitização amplia o seu campo de atuação abrangendo inúmeros setores da economia.

Abaixo, encontra-se uma classificação desenvolvida pela UQBAR para o mercado de FIDC e que posteriormente poderá ser adotada para as modalidades de securitização por meio da emissão de títulos:

---

<sup>16</sup> A microeconomia é o ramo da economia que trata do modo como as entidades individuais que compõem a economia - consumidores privados, empresas comerciais, trabalhadores, grandes proprietários de terras, produtores de bens ou serviços particulares etc. - atuam reciprocamente. Aspectos que venham a afetar o setor de atuação específico do devedor podem impactar a sua capacidade de pagamento. Por exemplo, uma maior oferta de produtos comercializados por meio de plataformas eletrônicas podem prejudicar empresas de shopping centers tendo em vista que isso poderia reduzir o número de consumidores interessados em ir ao shopping para adquirir determinada mercadoria. Adicionalmente, um aumento na regulamentação de determinada atividade pode impactar os respectivos devedores oriundos desse setor.

<sup>17</sup> A macroeconomia é o ramo da economia que estuda, em escala global e por meios estatísticos e matemáticos, os fenômenos econômicos e sua distribuição em uma estrutura ou em um setor, verificando as relações entre elementos como a renda nacional, o nível dos preços, a taxa de juros, o nível da poupança e dos investimentos, a balança de pagamentos e o nível de desemprego. Assim, aspectos de inflação, taxa de câmbio, juros e outros relacionados à política macroeconômica do país podem vir a afetar devedores de forma distinta, prejudicando, assim, a sua capacidade de pagamento dos créditos/direitos vinculados a uma operação de securitização. Por exemplo, um devedor que seja um grande exportador de produtos ou serviços pode ser beneficiar da alta do câmbio. Já para um importador há o efeito contrário.

<sup>18</sup> Outras variáveis que podem impactar a capacidade de pagamento decorrem, por exemplo, de ações judiciais existentes ou futuras contra o determinado devedor.

<sup>19</sup> Em alguns casos a quantidade de investidores inviabiliza a obtenção de informações detalhadas, sendo que o benefício de obtenção dessas informações é menor do que o custo envolvido para obtê-las.

- (i) Crédito Imobiliário: Créditos decorrentes de financiamento para a aquisição ou desenvolvimento de imóveis residenciais ou comerciais. Inclui operações realizadas no Sistema Financeiro Imobiliário (SFI) e Sistema Financeiro de Habitação (SFH), tendo como tomador tanto pessoas físicas como jurídicas;
- (ii) Crédito Pessoa Jurídica: Créditos decorrentes de financiamentos a pessoa jurídica, geralmente têm como finalidade a aquisição de bens (excluindo imóveis e veículos, já pertencentes a outras classes), mas podem incluir outros fins como, por exemplo, comércio exterior, infraestrutura e desenvolvimento;
- (iii) Crédito Pessoal: Créditos decorrentes de financiamentos para consumo específico. Inclui operações de financiamento com e sem consignação em folha de pagamento, cartão de crédito e cheque especial;
- (iv) Direitos: Créditos decorrentes da cobrança de direitos trabalhistas ou cobrança de uma patente de produto, processo de produção, marca, etc, para permitir seu uso ou comercialização;
- (v) Financiamento de Veículos: Créditos decorrentes de financiamentos para a aquisição de veículos automotores, tendo como tomador tanto pessoas físicas como jurídicas;
- (vi) Prestação de Serviço Público: Créditos decorrentes da prestação de serviços públicos (como por exemplo: saneamento básico);
- (vii) Recebíveis Comerciais: Créditos de curto prazo, geralmente de 30 a 90 dias, decorrentes da venda de um bem ou serviço realizado por pessoas jurídicas. Estes ativos são regularmente utilizados por empresas como fonte de geração de capital de giro por meio de desconto destes junto a instituições financeiras (exemplo: desconto de duplicatas ou cheques);
- (viii) Recebíveis do agronegócio: Créditos decorrentes de financiamento rural e agroindustrial, tendo como tomador tanto pessoas físicas como jurídicas. Finalidades para estes financiamentos incluem investimento, custeio ou comercialização da produção;

(ix) Recebíveis Educacionais: Créditos incluem financiamentos a pessoa física com fins educacionais (exemplo, pagamento de empréstimos para cursar universidade) e pagamentos decorrentes da prestação de serviços educacionais (exemplos, mensalidades escolares);

(x) Recebíveis Médicos: Créditos incluem: (i) contratos de prestação de serviços médico-hospitalares, celebrados entre prestadores de serviços médicos (entidades hospitalares, clínicas, laboratórios de diagnósticos e etc) e administradoras de planos de saúde, cooperativas médicas e odontológicas, seguradoras especializadas em saúde e instituições equivalentes (operadoras); (ii) contratos de seguro saúde celebrados entre operadoras e empresas para o fornecimento de planos de saúde a seus empregados;

(xi) Setor Público: Créditos que têm como devedor o governo federal, estadual ou municipal, ou empresas cuja totalidade do controle acionário é detida pelo poder público, decorrentes da emissão de instrumentos de dívida, assunção e/ou reestruturação de passivos;

(xi) Tributos: Créditos decorrentes de impostos devidos ao setor público por pessoas físicas e jurídicas;

(xii) Títulos Mobiliários: Créditos decorrentes do investimento em valores mobiliários (exemplo, debêntures, comercial papers e etc); e

(xiii) Multiclasse: Créditos que incluem duas ou mais classes de ativos-lastro dentre as mencionadas nesta tabela.

Como pode-se observar acima existem vários setores da economia que podem se beneficiar do mercado de securitização. Por exemplo, com a possibilidade de securitizar os seus empréstimos os bancos e demais originadores de crédito conseguem ofertar maior quantidade de crédito para o financiamento de aquisição de imóveis e de veículos. Isso faz com que mais pessoas tenham acesso a tais bens, bem como faz com que as empresas de comercialização imóveis e veículos aumentem as suas vendas, beneficiando a economia como um todo. O racional é o mesmo para o setor de educação, quanto, maior é o acesso ao crédito maior será a

quantidade de estudantes nas escolas e nas universidades, contribuindo para o desenvolvimento da economia.

#### I-1-D. O Emissor do Título de Securitização

Os títulos de securitização podem ser emitidos por sociedades em geral detentora de determinada carteira de crédito/direitos creditórios, sociedades de propósito específico ou uma securitizadora administradora de patrimônios de afetação<sup>20</sup>.

Como já dito acima o risco de crédito da operação de securitização não está atrelado à capacidade de pagamento do referido veículo de securitização mencionado acima. Em virtude do disposto acima deve-se prever uma segregação patrimonial de forma a garantir que o risco da operação de securitização esteja atrelado exclusivamente ao risco da carteira de crédito/direito creditório vinculada.

A segregação pode ser feita mediante instituição de patrimônio de afetação, criação de sociedade de propósito específico exclusivamente para a operação ou por meio do estabelecimento de instrumentos contratuais como outorga de garantias reais para a segregação dos créditos/direitos creditórios. Por exemplo, instituições financeiras nacionais e estrangeiras que realizam operações de securitização por meio dos títulos conhecidos como *covered bonds* de sua própria emissão, adquirem seus créditos diretamente por meio da concessão dos próprios financiamentos bancários. Esses financiamentos serão posteriormente vinculados aos títulos de emissão das próprias instituições financeiras por meio da instituição do patrimônio de afetação.

Independente da estrutura do veículo de securitização faz-se necessária a avaliação: (a) da regularidade desse veículo, nos termos da legislação aplicável; (b) da verificação em relação à continuidade das suas operações; (c) da forma de administração desse veículo e de como será realizada a gestão dessa operação; e (d) dos riscos de contaminação da operação de securitização em relação a outras operações do grupo.

No caso da utilização de uma sociedade para ser o emissor de um título de securitização cabe avaliar a possibilidade de segregação do patrimônio da operação em relação ao patrimônio

---

<sup>20</sup> Como trata-se apenas de títulos de crédito não foram incluídos os FIDC como veículo de securitização tendo em vista serem emissores de quotas.

geral da sociedade, de forma a isolar o risco a específica carteira de créditos/direitos. Por exemplo, a emissão de uma debênture por uma sociedade anônima tendo como garantia o penhor ou a cessão fiduciária de determinados direitos creditórios, não isolará totalmente o patrimônio da emissão em relação ao patrimônio da emissora, tendo em vista que não há como garantir que esses créditos objeto da garantia serão destinados exclusivamente para o adimplemento do título emitido.

No entanto, quando é autorizado ao veículo emissor a constituição do patrimônio de afetação, há a possibilidade de segregação em relação ao restante do patrimônio do emissor, ressalvados pelos casos expressamente previstos em lei.<sup>21</sup>

Outro veículo de securitização que pode ser escolhido é um FIDC, emissor de quotas e não de títulos de crédito. Trata-se de um fundo de investimento regulado pela CVM que tem como objetivo adquirir direitos creditórios, nos termos estabelecidos no seu regulamento e observados os normativos da CVM específicos.

#### I-1-E. Emissão do Título de Securitização

No caso dos títulos de securitização cada emissão corresponde a um instrumento de emissão, devendo o emissor vincular todas as classes e séries da emissão ao mesmo instrumento de emissão.

A identificação do título de securitização está atrelada à prévia vinculação de determinada carteira de créditos/direitos a referida emissão. Além disso, a estrutura da emissão deve prever que o adimplemento do título está atrelada ao adimplemento dos créditos/direitos vinculados, conforme mencionado acima em relação à separação patrimonial.

Em virtude da característica acima geralmente o fluxo de pagamento dos títulos de securitização pelo veículo de securitização deve estar atrelado ao fluxo de recebimento dos valores oriundos dos créditos/direitos creditórios. No entanto, a depender da operação não é incomum que os prazos de vencimento dos lastros sejam distintos dos prazos de pagamentos dos próprios títulos de securitização. Nesse caso, quando da sua emissão, cria-se o desafio

---

<sup>21</sup> A questão do patrimônio separado será melhor explorada no Capítulo 2.



relacionado à diferença entre o prazo do título de securitização e o prazo dos créditos/direitos que serão vinculados.

Pois os investidores que demandam títulos de securitização podem esperar prazos mais longos do que o prazo de pagamento de determinada carteira de créditos/direitos. Imagine, por exemplo, uma sociedade que explore determinada atividade comercial em que o prazo médio de pagamento da sua carteira é de 60 (sessenta) dias. Um título de securitização a ser emitido com lastro nesses créditos teria que ter apenas 60 (sessenta) dias de vencimento, o que não é ideal nem para os investidores e nem para os estruturadores pois teriam que refazer a operação a cada 2 (dois) meses impactando no custo total da operação. Nesse caso, para mitigar esse efeito, não é incomum que a estrutura da operação contemple a “renovação” da securitização, denominada “revolvência”<sup>22</sup>, em que novos créditos de titularidade de determinada sociedade são cedidos para o veículo de securitização para fins de vinculação ao mesmo título de securitização, de forma a viabilizar uma extensão do prazo da operação de securitização sem aumento do custo total da transação.

Ainda, os títulos de securitização podem ser divididos em séries distintas atribuindo a cada série direitos econômicos e políticos distintos.

Classifica-se como títulos “sênior” aqueles que têm preferência em relação ao pagamento dos rendimentos e do valor principal. Os títulos denominados “subordinados” são àqueles se subordinam aos títulos sênior para fins de pagamento dos rendimentos e do principal<sup>23</sup>. Os títulos subordinados são utilizados, geralmente, como forma de garantia adicional de determinadas operações de securitização.

#### I-1-F Demais Participantes das Operações

---

<sup>22</sup> A revolvência não deve ser confundida com a substituição da carteira. A revolvência representa uma forma de renovação da securitização, de forma que os recursos originalmente cedidos e pagos pela carteira original são novamente utilizados para pagamento da aquisição de uma nova carteira, de forma a manter o prazo do título de securitização. A CVM entende como revolvência a aquisição de novos direitos creditórios do agronegócio com a utilização de recursos originados pelos direitos creditórios e demais bens e direitos que compõem o lastro da emissão. Já a substituição pode representar: (a) uma garantia outorgada pelo cedente da carteira de forma a substituir crédito/direito com algum tipo de inadimplência por outros créditos que estejam adimplentes; e (b) uma mera faculdade atribuída ao respectivo cedente de substituir a carteira por razões diversas, inclusive para fins de pré-pagamento da operação ou por questões de relacionamento com os devedores.

<sup>23</sup> Podem ser emitidas séries subordinadas distintas, sendo que cada série se subordinará a outras séries subordinadas. Essas séries que se subordinam à série sênior e tem preferência em relação à série subordinada é denominada de “mezanino”.

Nas operações de securitização além do emissor do título outros participantes podem vir a ser necessários, tais como:

- (a) instituição financeira, para atuar como coordenador líder da oferta pública desses títulos;
- (b) agente fiduciário, responsável pela representação dos investidores, fiscalizando o cumprimento das obrigações assumidas pelos emissores de valores mobiliários;
- (c) custodiante, responsável pela guarda dos documentos da operação, incluindo o documento representativo da emissão e os documentos representativos dos créditos/direitos lastros da operação;
- (d) escriturador, existente quando da emissão de títulos escriturais e responsável pelo controle da titularidade dos títulos de securitização;
- (e) auditor independente, contratado para fins de auditoria de determinada carteira a ser cedida ou ainda para auditar as demonstrações financeiras do título de securitização;
- (f) agência de classificação de risco, responsável por opinar acerca da qualidade de crédito de um emissor de títulos de participação ou de dívida, de uma operação estruturada, ou qualquer ativo financeiro emitido no mercado de valores mobiliários;
- (g) *servicer*, responsável por auxiliar na administração e monitoramento dos créditos/direitos objeto da operação; e
- (h) entidade a registro ou a depósito em entidade autorizada pelo BACEN ou pela CVM a exercer a atividade de registro ou depósito centralizado de ativos financeiros e de valores mobiliários, nos termos do disposto na Lei nº 12.810/13.

Considerando que as operações de securitização podem assumir múltiplas formas a presença desses prestadores pode ser obrigatória ou facultativa a depender da estrutura, conforme será no decorrer desse trabalho.

## I.2. Conceito de Securitização

A partir do exposto na seção anterior tentar-se-á deduzir um conceito de securitização, levando-se em conta que, até hoje, a doutrina especializada sobre o assunto apresenta conceitos que não consideram a totalidade dos elementos expostos acima.

Inicialmente, cabe destacar que a doutrina cita como uma das principais funções da securitização o aumento da oferta de crédito para as empresas e demais agentes deficitários por meio de operações que seriam distintas de uma operação tradicional de crédito. Tratar-se-ia de uma nova modalidade de acesso a crédito por parte das empresas, o que faz com que seja possível a diversificação das suas fontes de captação.

Uma das variáveis que pode explicar o crescimento ou a retração de uma economia é a maior ou menor disponibilidade de crédito dessa sociedade. Estudos demonstram correlação entre crescimento econômico e o crédito.

Para ASCARELLI a economia moderna é uma economia creditória, essencialmente baseada no crédito. Ou seja, numa economia em que os seus agentes buscam cada vez mais o acesso aos bens disponíveis na natureza, no presente, utiliza-se o crédito de forma a permitir a utilização imediata de tais bens.

Ainda conforme EMYGDIO, o crédito surgiu da necessidade de obter a circulação mais rápida que a permitida pela moeda manual, visando a uma imediata mobilização da riqueza.<sup>24</sup>

As primeiras operações de securitização foram criadas com o objetivo de viabilizar para as instituições financeiras a antecipação das suas carteiras de crédito, especialmente as carteiras de hipotecas do mercado norte-americano, permitindo, assim, que as instituições financeiras pudessem reuplicar os recursos antecipados na concessão de novas operações de crédito.

Posteriormente as operações de securitização passaram a ser utilizadas por diversos setores da economia, representando uma alternativa ao mercado bancário, acessando o mercado

---

<sup>24</sup> Rosa Junior, Luiz Emygdio F., *Títulos de Crédito* 6ª edição. Rio de Janeiro, Renovar, 2009, p. 39.

de capitais por meio da antecipação de créditos de sua titularidade por meio de um título lastreado em tais créditos e negociados no mercado. O benefício para o cedente desses créditos era claro pois aumentou a sua oferta de crédito, sendo que, em alguns casos, em condições de captação até mesmo mais vantajosas do que as oferecidas pelo mercado bancário. Isso pois em alguns casos o risco de crédito dos clientes da empresa é melhor do que o risco de crédito da própria companhia. Assim, investidores que não estavam interessados em emprestar recursos para a própria companhia passaram a financiar a empresa por meio da operações de securitização tendo em vista que nessas operações os investidores passam, muitas vezes, a correr o risco dos clientes da companhia e não da própria companhia.

Para CAMINHA a securitização pode ter dois sentidos<sup>25</sup>. Em sentido amplo a securitização estaria relacionada com a substituição dos financiamentos bancários pelo financiamento por meio do mercado de capitais. Em sentido estrito a securitização é uma operação complexa que envolve alguma forma de segregação de patrimônio, quer pela cessão a uma pessoa jurídica distinta, quer pela segregação interna, e uma emissão de títulos lastreada nesse patrimônio segregado.

GAGGINI, por exemplo, defende que a operação de securitização foi criada visando possibilitar às empresas um novo canal de financiamento, dispondo para tanto de créditos ou recebíveis de que sejam titulares. Nos termos dessa operação, os recebíveis seriam isolados da empresa, sendo repassados a uma sociedade neutra para, posteriormente, serem utilizados como suporte de uma emissão de valores mobiliários.”<sup>26</sup>

Além do aumento da oferta de crédito as operações de securitização têm como objetivo a redução dos custos de captação e ainda ajuda no controle de risco da própria empresa. Nesse passo, YASBEK salienta que:

*“Como resultado de tal operação, a empresa que cedeu os créditos obtém um adiantamento dos valores a ela devidos e administra a sua exposição ao risco de crédito das diversas relações individuais, transformada em “pacotes” mais ou menos padronizados, negociáveis*

---

<sup>25</sup> CAMINHA, Uinie. *Securitização*. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 2007.

<sup>26</sup> GAGGINI, Fernando Schwarz. *Securitização de Recebíveis*. São Paulo: Livraria e Editora Universitária de Direito, 2003, pp. 29-30

*em mercado. Especialmente no caso dos créditos originados de atividades financeiras, essa redução de riscos permite uma redução dos custos de financiamento para os devedores originais.”<sup>27</sup>*

FABOZZI e KOTHARI explicam que a redução do custo de captação na operação de securitização se justifica pela separação do risco de crédito da empresa cedente dos recebíveis do risco de crédito da carteira de recebíveis cedida. Ou seja, a capacidade de pagamento de uma determinada carteira de crédito de uma instituição poderá ser maior do que a sua própria capacidade de pagamento.

Assim, é possível que investidores prefiram investir na aquisição de recebíveis cedidos por determinada empresa do que investir em uma debênture de emissão dessa própria instituição. Isso faz com que empresas que não tenham acesso a crédito via operações de empréstimo ou via emissão de títulos de dívida no mercado de capitais, tenham acesso a crédito por meio da realização de operações de securitização. Em alguns casos, por exemplo, as operações de securitização são realizadas sem a necessidade de outorga de garantias por parte das empresas e ainda sem ser consideradas como passivos por parte das referidas empresas<sup>28</sup>.

Além de aumento da oferta de crédito e redução do custo de capital as operações de securitização permitem que as instituições financeiras, por exemplo, melhorem a liquidez dos seus ativos, reduzindo, assim, os requerimentos de capital das instituições financeiras, nos termos da legislação aplicável.

Conforme exposto acima a função da securitização estaria atrelada a realização de estruturas alternativas de captação, fato que é reconhecido por doutrinadores na fixação de um conceito para esse assunto.

---

<sup>27</sup> Yasbek, Otávio. Critérios materiais para a regulação das atividades financeiras – dos riscos negociáveis à sociedade de risco. Tese (doutorado). Universidade de São Paulo, São Paulo. P.103.

<sup>28</sup> Existe um conceito nas operações de securitização relacionado à retenção ou não de risco. Entende-se por securitização com retenção de risco a operação em que é prevista qualquer obrigação contratual ou mecanismo existente no âmbito de operação de securitização por meio do qual a cedente ou terceiro retenha, total ou parcialmente, o risco de crédito decorrente da exposição à variação do fluxo de caixa dos direitos creditórios que lastreiam a emissão.

Segundo a UQBAR securitização foi o termo utilizado para descrever o processo pelo qual empresas que normalmente tomavam empréstimos do sistema bancário passaram a levantar recursos no mercado de capitais por meio de emissões de valores mobiliários.

Segundo CAMINHA: “a securitização pode ser definida como a estrutura composta por um conjunto de negócios jurídicos – ou um negócio jurídico indireto, como se verá adiante – que envolve a cessão e a segregação de ativos em uma sociedade, ou um fundo de investimento, que emite títulos garantidos pelos ativos segregados”.<sup>29</sup> Prossegue a autora definindo securitização como um conjunto de contratos que visa à emissão de títulos garantidos por um ativo específico, segregado geralmente em veículo de propósito exclusivo do patrimônio geral da sociedade beneficiária final dos recursos captados.<sup>30</sup>

Para CHAVES a securitização seria o “negócio jurídico coligado que viabiliza a antecipação do recebimento de créditos presentes e/ou futuros por quem necessite mediante a cessão destes a uma entidade adquirente, que emitirá, pública ou privadamente, títulos ou valores mobiliários, amortizando-os ou resgatando-os após o efetivo pagamento dos créditos que lhe foram cedidos”.<sup>31</sup>

NAJJARIAN, por seu turno, encara a securitização como um contrato mercantil próprio, cujo objeto é a cessão de “lastro”. Em sua visão, trata-se de uma cessão que não envolve pura e simplesmente a transmissão de créditos entre duas partes, mas uma cessão com natureza peculiar em virtude de sua finalidade, que é a de prover ativos subjacentes que a uma emissão de valores mobiliários<sup>32</sup>.

---

<sup>29</sup> CAMINHA, Uinie. *Securitização*. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 2007, P. 38.

<sup>30</sup> CAMINHA, Uinie. *Securitização*. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 2007, P. 39.

<sup>31</sup> CHAVES, Natália Cristina. *Direito Empresarial – Securitização de Créditos*. Belo Horizonte, Del Rey, 2006, pp 48.

<sup>32</sup> “Parte-se da ideia de que a securitização é um contrato mercantil de cessão de lastro, ou seja, cessão de recebíveis para emissões de valores mobiliários, de vez que o contrato de cessão de crédito firmado em uma operação de securitização cede não só o crédito puro e simples, mas, cede “lastro”, ou melhor, ativos que tenham o condão de servir de base subjacente para emissão de valores mobiliários, lastreando, pois, emissões públicas e privadas. Como prova desta afirmação, basta salientar que o comprador dos créditos/lastro será sempre um veículo emissor, denominado de securitizador, conforme restará descortinado no decorrer do presente livro.” (NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. *Securitização de Recebíveis Mercantis*. São Paulo, Quartier Latin, 2010, p. 27).

GAGGINI, por sua vez, define securitização como “*a operação por meio da qual uma empresa agrupa determinados créditos futuros e os transfere a uma sociedade de propósito específico que, tendo por base tais créditos, emitirá títulos e valores mobiliários no mercado de capitais, repassando os recursos obtidos para a empresa originadora.*” Prossegue ainda o mesmo autor definindo securitização como o processo por meio do qual se agrupam determinadas formas de crédito, a partir dos quais são emitidos valores mobiliários no mercado de capitais, repassando (e pulverizando) o risco para terceiros, que são os adquirentes dos valores mobiliários.”<sup>33</sup>

Para RIBEIRO JUNIOR a securitização seria um conjunto de negócios jurídicos coligados, celebrados por um veículo de propósito específico, envolvendo essencialmente a aquisição dos recebíveis pelo referido veículo, de um lado, e a emissão de títulos de securitização, de outro, cujo pagamento pelo veículo será primariamente decorrente do recebimento, por este, dos pagamentos dos recebíveis, além de contratos acessórios a estes dois principais.<sup>34</sup>

Para BORGERS securitização “*é o termo utilizado para identificar aquelas operações em que o valor mobiliário emitido, de alguma forma, está lastreado ou vinculado a um direito de crédito, também denominado direito creditório ou simplesmente recebível.*” Continua o mesmo autor definindo securitização como o processo pelo qual o fluxo de caixa gerado por recebíveis ou bens é transferido para uma outra empresa (nesse caso mais voltado para as operações de giro), criada para esse fim, suportando uma emissão pública ou privada de títulos (ou valores mobiliários), que representam uma fração ideal do total dos ativos.<sup>35</sup>

SILVA explica securitização como: (a) uma operação complexa, processos único composto de várias etapas articulada em negócios jurídicos interligados ou coligados por objetivo ou causa comum; (b) iniciada e baseada na transmissão de créditos, cessio causa vendendi celebrada entre cedente e cessionário; (c) para efeitos de titularização, emissão de títulos sustentados ou garantidos por tais créditos e sua colocação no mercado pelo

---

<sup>33</sup> (GAGGINI, Fernando Schwarz. *Securitização de Recebíveis*. São Paulo: Livraria e Editora Universitária de Direito, 2003, pp. 20 -21).

<sup>34</sup> RIBEIRO JUNIOR, JOSÉ ALVES. *Securitização de Recebíveis: elementos constitutivos no direito brasileiro*. 1ª Edição. São Paulo, Thomson Reuters, 2020. P. 186

<sup>35</sup> BORGES, Luiz Ferreira Xavier. *Securitização como parte da segregação do risco empresarial*. Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem nº 10, out./dez. 2000. P.258.

cessionário/emitente para financiar a aquisição destes com o aforro aplicado pelos investidores na subscrição daqueles; e (d) com os capitais e os juros, pagos pelos devedores cedidos, colimados ao reembolso e remuneração dos investidores, em cumprimento dos direitos creditórios inerentes aos títulos por estes subscritos, bem como à satisfação dos custos (despesas e comissões) das operações.<sup>36</sup>

A legislação brasileira editou um conceito geral de securitização apenas em 2022, com a edição da MP 1.103/22. Anteriormente, havia apenas o conceito de securitização imobiliária e securitização do agronegócio, nos termos dos revogados artigos 8º e 40º da Lei nº 9.514/97 e da Lei nº 11.076/04, transcritos abaixo:

*“Art. 8º A securitização de créditos imobiliários é a operação pela qual tais créditos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Créditos, lavrado por uma companhia securitizadora, do qual constarão os seguintes elementos:”*

*“Art. 40. A securitização de direitos creditórios do agronegócio é a operação pela qual tais direitos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Direitos Creditórios, emitido por uma companhia securitizadora, do qual constarão os seguintes elementos:”*

Com a edição da MP 1.103/22 definiu-se securitização como a operação de emissão e a colocação de valores mobiliários junto a investidores, cujo pagamento é primariamente condicionado ao recebimento de recursos dos direitos creditórios que o lastreiam<sup>37</sup>.

---

<sup>36</sup> SILVA, João Calvão da. *Titul[ariz]ação de créditos: securitization*. Coimbra: Almedina, 2005.

<sup>37</sup> Conforme parágrafo único do artigo 17 da MP 1.103/22, transcrito a seguir: “Art. 17. As companhias securitizadoras são instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações, que têm por finalidade a aquisição de direitos creditórios e a emissão de Certificados de Recebíveis ou outros títulos e valores mobiliários representativos de operações de securitização. Parágrafo único. Para fins do disposto nesta Medida Provisória, são consideradas operações de securitização a emissão e a colocação de valores mobiliários junto a investidores, cujo pagamento é primariamente condicionado ao recebimento de recursos dos direitos creditórios que o lastreiam.”



A CVM, no âmbito da Resolução CVM 60 (editada antes da MP 1.103/22), definiu securitização como a aquisição de direitos creditórios para utilização como lastro de emissão de títulos de securitização para colocação junto a investidores, cujo pagamento é primariamente condicionado ao recebimento de recursos dos direitos creditórios e demais bens, direitos e garantias que lastreiam a emissão.<sup>38</sup>

A partir do exposto acima pode-se definir securitização como a operação que tenha como objetivo transformar direitos ilíquidos em títulos negociáveis por um veículo de securitização, cujo o fluxo de pagamento esteja atrelado ao pagamento desses direitos ou atrelado ao cumprimento das obrigações constantes nos negócios jurídicos que tenham como objetivo transferir tais direitos para o veículo de securitização e desde que exista segregação patrimonial entre os ativos vinculados ao título de securitização e os demais ativos do veículo de securitização.

### **I.3. A Securitização no Brasil**

Uma das primeira operações de mercado do país foi a securitização de recebíveis originados de vendas da antiga sociedade varejista denominada "Mesbla" na década de 90. Naquela época o ordenamento jurídico carecia de instrumentos existentes para o mercado de securitização que garantissem a segregação patrimonial entre as dívidas dos emissores e os créditos objeto de securitização. Por essa razão, a operação da Mesbla foi estruturada mediante a constituição de uma sociedade de propósito específico denominada de "Mesbla Trust Recebíveis de Cartão CRD SA" que emitiu debêntures no mercado e adquiriu os créditos cedidos pela Mesbla.<sup>39</sup>

Parte da doutrina defende que na verdade antes mesmo da operação da Mesbla já existia operações de securitização de exportações, nos termos autorizados pela Resolução da CMN nº 1.834, de 26 de junho de 1991 que facultou a captação de recursos no mercado externo, com o estabelecimento de vínculo a exportações da própria tomadora, de sua controladora, de suas

---

<sup>38</sup> Conforme artigo 2º, VII da Resolução CVM 60, transcrito a seguir: “Art. 2º Para fins da presente Resolução, entende-se por: (...) VII – operação de securitização: aquisição de direitos creditórios para utilização como lastro de emissão de títulos de securitização para colocação junto a investidores, cujo pagamento é primariamente condicionado ao recebimento de recursos dos direitos creditórios e demais bens, direitos e garantias que lastreiam a emissão.”

<sup>39</sup> A realização dessa estrutura ainda sem regulamentação específica do mercado de securitização evidencia como a Lei 6.404/76 é uma obra prima que permite aos operadores do direito diversas estruturas para financiar a atividade comercial.

controladas, ou de outras empresas que tenham a mesma controladora, bem como nos termos da Resolução do CMN nº 1.844, de 31 de julho de 1991, que estabeleceu as normas básicas relativas aos financiamentos das exportações brasileiras ao amparo do Programa de Financiamento às Exportações (PROEX).

Posteriormente, em 24 de novembro de 1993 o CMN editou a Resolução nº 2.026 facultando a aquisição e a retrocessão por bancos múltiplos com carteira comercial, de investimento e/ou de crédito, financiamento e investimento, aos bancos comerciais, aos bancos de investimento e às sociedades de crédito, financiamento e investimento, de direitos creditórios oriundos de operações comerciais ou de prestação de serviços, com pessoas físicas, junto a sociedades anônimas cujo objeto social seja única e exclusivamente a aquisição de direitos creditórios: (i) de uma única empresa comercial, industrial ou de prestação de serviços; (ii) de empresas comerciais, industriais e/ou de prestação de serviços sob controle comum; (iii) de empresas integrantes de uma mesma rede de revendedores de bens de consumo durável.

Em 1997, foi editada a Lei nº 9.514/97, que dispõe sobre o SFI, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências, incluindo a criação dos CRI. A criação do CRI foi curiosa pois ao invés de criar um título a ser utilizado para toda e qualquer operação de securitização o legislador brasileiro criou o CRI com o objetivo de permitir que as empresas originadoras de créditos imobiliários, oriundos da realização de empréstimos para a aquisição ou produção de imóveis, pudessem repassá-los para o mercado financeiro.

Em 1998 o CMN editou a Resolução CMN nº 2.493/98 que estabeleceu as condições para a cessão de créditos para sociedades anônimas de objeto exclusivo, autorizando a cessão de créditos oriundos de operações de empréstimo, de financiamento e de arrendamento mercantil contratadas por bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento, sociedades de crédito, financiamento e investimento, sociedades de crédito imobiliário, sociedades de arrendamento mercantil e companhias hipotecárias para companhias que tivessem por objeto exclusivo a aquisição de tais créditos. Nesse caso, segundo o normativo, a companhia deveria ter em sua denominação a expressão "Companhia Securitizadora de Créditos Financeiros" e captar recursos no país exclusivamente mediante a emissão de debêntures.

Posteriormente, a Instrução CVM nº 281, de 4 de junho de 1998 regulou a emissão de debêntures pelas companhias securitizadoras de créditos financeiros, conforme previstas na Resolução CMN nº 2.493/98.

Posteriormente, a Resolução CMN nº 2.517, de 29 de junho de 1998, estabeleceu que os CRI seriam valores mobiliários, nos termos da antiga redação do artigo 2º, inciso III, da Lei nº 6.385/76, autorizando a CVM a regulamentar as demais disposições referentes aos CRI.

Uma vez autorizado pelo CMN a CVM editou a Instrução CVM nº 284, de 24 de julho de 1998, regulamentando as ofertas públicas de CRI, bem como o registro de companhia aberta aplicável para as companhias securitizadoras de créditos imobiliários.

Uma vez editada a regulamentação foi possível realizar a primeira oferta pública de CRI, tendo o primeiro CRI sido registro na CVM em 29 de setembro de 1999.

Em decorrência da evolução do mercado o CMN editou a Resolução nº 2.686 de janeiro de 2000 que substituiu a Resolução CMN nº 2.493/98 para prever, entre outros, a possibilidade de cessão de créditos imobiliários para as companhias securitizadoras de créditos imobiliários.

Posteriormente a Resolução CMN nº 2.836, de 30 de maio de 2001 estabeleceu novas condições para as operações de cessão de crédito por parte das instituições financeiras.

Em agosto de 2001 a Medida Provisória nº 2.158-35, de 24 de agosto de 2001 aumentou os riscos nas operações de securitização por parte das companhias securitizadoras pois estabeleceu no artigo 76 que as normas que estabeleçam a afetação ou a separação, a qualquer título, de patrimônio de pessoa física ou jurídica não produzem efeitos em relação aos débitos de natureza fiscal, previdenciária ou trabalhista, em especial quanto às garantias e aos privilégios que lhes são atribuídos.

Em 2001 o ordenamento jurídico brasileiro passou a prever um veículo de securitização voltado para toda e qualquer operação de securitização. Nos termos da Resolução CMN nº 2.907/01, bem como da Instrução CVM nº 356/01, foram criados os FIDC, definidos como os direitos e títulos representativos destes direitos, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento

mercantil e de prestação de serviços, bem como em outros ativos financeiros e modalidades de investimento admitidos pelo referido normativo da CVM.

A Instrução CVM nº 356/01 foi um marco para o mercado de securitização brasileiro, pois permitiu praticamente qualquer tipo de operação. No entanto, desde a sua edição a CVM recebia inúmeras consultas acerca do enquadramento de determinado crédito ou direitos passíveis de serem adquiridos pelos FIDC.

Em 2003, a CVM editou a Instrução CVM nº 399, de 21 de novembro de 2003, regulamentou a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios no âmbito do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social – FIDC-PIPS, nos termos da Lei nº 10.735, de 11 de setembro de 2003. A ideia foi a de criar um FIDC que tivesse como objetivo adquirir direitos creditórios oriundos de projetos e/ou programas aprovados pelo Governo Federal, destinados a criação e a implementação de núcleos habitacionais que tornem acessível moradia para segmentos populacionais de diversas rendas familiares, mediante a construção de núcleos habitacionais providos de serviços públicos básicos, comércio e serviços. A ideia original era a de criar o direcionamento de depósitos à vista captados pelas instituições financeiras para operações de crédito destinadas à população de baixa renda e a microempreendedores, autoriza o Poder Executivo a instituir o Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social - PIPS, e dá outras providências. Ou seja, mediante a aquisição de cotas do FIDC.

Em 2004, foi editada a Lei nº 11.033/04, que constitui um marco para as operações de securitização imobiliária, pois instituiu uma isenção de imposto de renda para os rendimentos oriundos dos CRI quando pagos para as pessoas físicas. Com essa medida o mercado de CRI passou a ser incentivado em virtude do maior interesse por parte dos investidores pessoas físicas.

Em 2004 foi editada a Lei nº 11.076/04, instituindo os CRA, título inspirado no CRI, destinado a securitizar direitos creditórios do agronegócio, definidos como os direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária. A mesma Lei nº 11.076/04:

(a) criou as companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio, atribuindo-as regime jurídico semelhante às companhias securitizadoras de créditos imobiliários, incluindo no que se refere à instituição do regime fiduciário; e (b) estendeu aos CRA os mesmos benefícios fiscais atribuídos aos investidores dos CRI, conforme previsto na Lei nº 11.033/04.

Na mesma data, a CVM alterou a regulamentação para as emissões de CRI e para o registro de companhia aberta das companhias securitizadoras de créditos imobiliários, com a edição da Instrução CVM nº 414/04.

As operações de securitização foram reconhecidas até mesmo pela Lei de Recuperação e Falência, que aumentou a segurança das operações de securitização, conforme artigo 136, parágrafo primeiro, estabelecendo que na hipótese de securitização de créditos do devedor, não será declarada a ineficácia ou revogado o ato de cessão em prejuízo dos direitos dos portadores de valores mobiliários emitidos pelo securitizador.

Em 2006, a CVM editou a Instrução CVM nº 444, de 08 de dezembro de 2006 regulamentando os FIDC NP. Na época, a intenção da CVM foi a de criar um veículo de securitização para aquisição de direitos creditórios, mais arriscados, quais sejam os direitos creditórios:

- (i) que estejam vencidos e pendentes de pagamento quando de sua cessão para o fundo;
- (ii) decorrentes de receitas públicas originárias ou derivadas da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, bem como de suas autarquias e fundações;
- (iii) que resultem de ações judiciais em curso, constituam seu objeto de litígio, ou tenham sido judicialmente penhorados ou dados em garantia;
- (iv) cuja constituição ou validade jurídica da cessão para o FIDC NP seja considerada um fator preponderante de risco;
- (v) originados de empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial;

(vi) de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas; e

(vii) de natureza diversa, não enquadráveis no disposto na Instrução CVM nº 356/01.

Em 21 de novembro de 2008 a CVM editou o Comunicado CVM CRA de forma a esclarecer o mercado que até a edição de um normativo específico a CVM utilizaria nos processos de registro de oferta pública a mesma regulamentação aplicável aos mercados de CRI, qual seja, a Instrução CVM nº 414/04. Com esse comunicado foi possível o registro da primeira oferta pública de CRA em 2009.

Em 31 de outubro de 2008, a CVM editou a Instrução CVM 472, de 31 de outubro de 2008, atualizando a regulamentação aplicável aos fundos de investimento imobiliário, permitindo expressamente a aquisição de CRI por parte desses fundos.

Em 2009 a Instrução CVM nº 480/09, consolidou as regras aplicáveis ao registro de companhia aberta das companhias securitizadoras em um mesmo normativo, aplicando as mesmas regras das demais companhias abertas.

Em 2012, mediante a alteração da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011, as emissões de CRI e de cotas de FIDC vinculados a projetos de infraestrutura passaram a ter benefícios fiscais também, de forma a estimular o seu desenvolvimento.

Seguindo a experiência internacional dos *covered bonds* foi editada a Lei nº 13.097/15, criando a emissão das letras imobiliárias garantidas, título que tende a competir com o mercado de CRI, tendo inclusive benefícios para os investidores não residentes.

Depois de anos com o mercado em evolução a CVM finalmente editou um normativo para regulamentar o mercado de CRA, consolidando a jurisprudência da CVM em relação às últimas operações de securitização do agronegócio. Em 01 de agosto de 2018 foi editada a Instrução CVM nº 600/18.

Em 2018, o CMN editou a Resolução CMN nº 4.694, de 29 de outubro de 2018, alterando regras para o desenvolvimento do mercado de securitização dos FIDC, permitindo, inclusive, a aquisição de cotas por investidores não qualificados.

Em 08 de janeiro de 2021 foi editado o Decreto nº 10.596, de 08 de dezembro de 2021, criando a Superintendência de Securitização, competindo-lhe: (i) coordenar, supervisionar e fiscalizar os registros para a constituição de estruturas de securitização; (ii) coordenar, supervisionar e fiscalizar os credenciamentos para o exercício de atividades de agentes fiduciários, companhias securitizadoras e agências classificadoras de risco; (iii) coordenar, supervisionar e fiscalizar as atividades dos veículos de securitização registrados na CVM e propor e fiscalizar a observância das normas relacionadas aos registros e à divulgação de informações desses produtos; e (iv) coordenar, supervisionar e fiscalizar outros emissores, produtos e inovações de mercado que não estejam sob a esfera de competência das demais Superintendências, conforme dispuser o regimento interno.

Em 29 de março de 2021, a Lei nº 14.130/21 criou os FIAGRO, criando um veículo possível de aquisição de emissões de CRA. Os FIAGRO foram provisoriamente regulamentados por meio da Resolução CVM nº 39.

Em 23 de dezembro de 2021 a CVM editou a Resolução CVM nº 60, dispondo sobre os registros das companhias securitizadoras na CVM, incluindo suas obrigações e responsabilidades, bem como em relação às regras básicas relacionadas às operações de securitização, notadamente os CRI e os CRA.

Em 15 de março de 2022 o Presidente Jair Bolsonaro editou a MP 1.103/22 dispondo, entre outros, sobre as regras gerais aplicáveis à securitização de direitos creditórios e à emissão de CR, bem como prevendo a flexibilização do requisito de instituição financeira para a prestação do serviço de escrituração e de custódia de valores mobiliários.

A MP 1.103/22 foi convertida na Lei nº 14.430/22 em 3 de agosto de 2022 após rápida tramitação no congresso nacional.

## **I.4. Unificação das Normas Aplicáveis aos Títulos de Securitização**

### I.4-A. Os Títulos de Crédito e os Títulos de Crédito Setoriais

Conforme Tullio Ascarelli<sup>40</sup> os títulos de crédito seriam a maior contribuição do direito comercial para a economia moderna, tendo em vista que permitem ao mundo a mobilização de suas próprias riquezas.

Para o professor Luis Emygdio os títulos de crédito correspondem ao instrumento mais perfeito e eficaz para a mobilização da riqueza, inclusive resolvendo o problema da circulação de direitos de crédito, que não era possível segundo as normas do direito comum porque somente disciplinava a circulação de bens.<sup>41</sup>

Os títulos de crédito permitem que os recursos dos agentes superavitários sejam transferidos para os agentes deficitários, facilitando a circulação do crédito e contribuindo para o desenvolvimento da economia.

Segundo a clássica definição de Cesare Vivante define-se título de crédito como o documento suficiente e necessário para o exercício do direito literal e autônomo nele mencionado. A seguir passa-se a analisar algumas das principais características dos títulos de crédito<sup>42</sup>.

A característica da cartularidade dispõe acerca da obrigatoriedade da existência de um documento para comprovar a existência do direito e para o respectivo exercício do mesmo (mencionado por Vivante como “documento necessário”). Nesse contexto todo título de crédito deveria se corporificar num documento. Não haveria direito sem a correspondente cártula.

Parte da doutrina denomina também essa característica como “incorporação” tendo em vista que o direito ao crédito seria incorporado num documento. Para o professor Luis Emygdio

---

<sup>40</sup> ASCARELLI, Tullio. *Teoria geral dos títulos de crédito*. Campinas, SP: Servanda, 2013. p. 25

<sup>41</sup> Rosa Junior, Luiz Emygdio F., *Títulos de Crédito* 6ª edição. Rio de Janeiro, Renovar, 2009, p. 39.

<sup>42</sup> A doutrina em alguns casos denomina parte das características como “atributos” ou “princípios”, sendo que nesse trabalho serão adotadas todas as denominações.



“o princípio da incorporação significa que o direito cambiário materializa-se no documento, não existindo direito sem o título”.<sup>43</sup>

A característica da cartularidade tem sido mitigada ao longo dos anos, em função da evolução das práticas comerciais. Originalmente essa característica aplicava-se perfeitamente para os títulos de crédito ao portador, conhecidos como aqueles em que se presumia que o titular era o efetivo detentor da cártula. Com a opção do legislador em aumentar a utilização dos títulos nominativos e restringir quase por completo os títulos ao portador, o atributo da cartularidade passou a não ser tão relevante na realidade prática do comércio, dado que, em alguns casos, a apresentação da cártula não é mais condição para o exercício do direito cambiário<sup>44</sup>. Posteriormente, a informatização dos títulos de crédito promoveu nova revisão desse princípio, pois apesar de a evolução dos meios eletrônicos e dos meios de pagamento ter facilitado a concretização dos negócios, tais inovações alteram certos aspectos da teoria geral dos títulos de crédito, incluindo da característica da cartularidade mencionada acima.

Conforme o Professor Paulo Frontini leciona:

*“é evidente que, em prazo que reputamos breve, o Direito, especialmente o Direito Comercial, deve repensar consideravelmente a doutrina sobre circulação de direitos materializados em títulos (ou seja, direitos literalmente declarados sobre um documento de papel, as "cártulas"), longamente elaborada pela teoria geral dos títulos de crédito. Imaginamos que os títulos de crédito não deixarão de existir, mas terão sua utilização reduzida. Declarações cambiais da maior importância como, por exemplo, o aceite e o aval, histórica e legalmente apostas sobre o papel em que se consubstancia a cártula, deverão ser*

---

<sup>43</sup> Rosa Junior, Luiz Emygdio F., Títulos de Crédito 6ª edição. Rio de Janeiro, Renovar, 2009, p. 65.

<sup>44</sup> Para exemplificar a desnecessidade de apresentação da cártula para o exercício dos direitos constantes do título, cabe mencionar o RECURSO ESPECIAL Nº 1.024.691 - PR (2008/0015183-5) que tem a seguinte ementa: **“EXECUÇÃO DE TÍTULO EXTRAJUDICIAL. DUPLICATA VIRTUAL. PROTESTO POR INDICAÇÃO. BOLETO BANCÁRIO ACOMPANHADO DO COMPROVANTE DE RECEBIMENTO DAS MERCADORIAS. DESNECESSIDADE DE EXIBIÇÃO JUDICIAL DO TÍTULO DE CRÉDITO ORIGINAL. 1. As duplicatas virtuais – emitidas e recebidas por meio magnético ou de gravação eletrônica – podem ser protestadas por mera indicação, de modo que a exibição do título não é imprescindível para o ajuizamento da execução judicial. Lei 9.492/97. 2. Os boletos de cobrança bancária vinculados ao título virtual, devidamente acompanhados dos instrumentos de protesto por indicação e dos comprovantes de entrega da mercadoria ou da prestação dos serviços, suprem a ausência física do título cambiário eletrônico e constituem, em princípio, títulos executivos extrajudiciais. 3. Recurso especial a que se nega provimento.”**

*reformuladas, simplesmente porque o título, enquanto documento material ("papel"), dotado de natureza de coisa corpórea, está deixando de existir em sua forma física.”<sup>45</sup>*

O Código Civil Brasileiro, atento ao avanço da tecnologia, previu em seu artigo 889, parágrafo terceiro, a possibilidade de emissão de títulos criados em computador ou meio técnico equivalente, conforme transcrito a seguir<sup>46</sup>:

*“Art. 889. Deve o título de crédito conter a data da emissão, a indicação precisa dos direitos que confere, e a assinatura do emitente. (...) § 3o O título poderá ser emitido a partir dos caracteres criados em computador ou meio técnico equivalente e que constem da escrituração do emitente, observados os requisitos mínimos previstos neste artigo.”*

Com o avanço da tecnologia e da maior utilização dos títulos nominativos crescem as emissões dos títulos de crédito escriturais, os quais são registrados em sistema de registro e de liquidação financeira autorizado pelo BACEN, como é o caso, por exemplo, da B3.<sup>47</sup> Nesse sentido, ressalta-se que, atualmente, alguns dos títulos de crédito no Brasil são criados diretamente como títulos escriturais, inexistindo, assim, a respectiva cártula. A emissão do título é formalizada mediante a celebração de um documento que pode ser uma escritura de emissão ou um “termo de securitização” com a conseqüente criação do “ativo” no referido ambiente de registro e de liquidação financeira.

A característica da literalidade refere-se à restrição que o titular de um título de crédito tem em relação ao exercício do seu direito. Ou seja, quando Vivante menciona “direito literal nele mencionado” quer dizer que o titular do título de crédito exerce apenas os direitos que estejam inseridos na sua respectiva cártula. Assim, conforme ensina Luis Emygdio a literalidade

<sup>45</sup> FRONTINI, Paulo Salvador, *Títulos de Crédito e Títulos Circulatórios: Que Futuro a Informática lhes Reserva? Rol e Funções à Vista de sua Crescente Desmaterialização*. Revista dos Tribunais, nº 730, 1996, p. 50-67

<sup>46</sup> O artigo em referência foi introduzido no Código Civil Brasileiro a partir da sugestão feita pelo Professor Mauro Rodrigues Penteado, reproduzida em “Considerações sobre o Projeto e Notas Acerca do Código Civil de 2002, em Matéria de Títulos de Crédito”, artigo enviado ao Senado Federal e elaborado a partir das notas de Conferência proferida em 30 de maio de 1995, na Faculdade de Direito do Largo de São Francisco, no Ciclo de Palestras “20 anos de Reforma do Código Civil”, patrocinado pelo Instituto Brasileiro de Direito Comercial Comparado Tulio Ascarelli e pela Escola Paulista de Direito, do Instituto dos Advogados de São Paulo.

<sup>47</sup> Atualmente, o mercado tem observado a entrada de novos participantes para operar sistemas de registro e de liquidação financeira autorizado pelo BACEN, inclusive empresas de tecnologia que pretendem desenvolver plataformas de negociação via *blockchain*.

“tem como consequência que o devedor não é obrigado a mais, nem o credor pode ter outros direitos senão aqueles declarados no título”.<sup>48</sup> Essa característica teria como fundamento o rigor formal que visaria à proteção do terceiro de boa-fé.

Segundo Messineo “*o direito decorrente do título é literal no sentido de que, quanto ao conteúdo, à extensão e às modalidades desse direito, é decisivo exclusivamente o teor do título*”.<sup>49</sup>

Em quase todas as legislações cambiárias existe um conteúdo mínimo que deve ser incluído no contexto dos títulos de crédito para viabilizar a sua regular emissão. Isso decorre da necessidade de o título atender ao rigor formal estabelecido na lei específica, com intuito de proteger o terceiro adquirente do título. O artigo 889 do Código Civil Brasileiro estabelece a obrigação de que o título, na data da emissão, contenha a descrição precisa dos direitos que lhe confere<sup>50</sup>.

O conteúdo mínimo exigido varia a depender do título específico. O título é denominado de “completo” se atender a todos os requisitos previstos na legislação, ou “incompleto”, caso contrário.

No caso de ausência de qualquer um dos requisitos essenciais previstos na legislação o título incompleto poderá vir a deixar de se enquadrar como título de crédito, permanecendo válido em relação ao negócio jurídico que lhe deu origem, conforme artigo 888 do Código Civil Brasileiro<sup>51</sup>. No entanto, o título de crédito incompleto em relação aos seus requisitos poderia ser regularizado nos termos do artigo 891 do Código Civil Brasileiro<sup>52</sup>, desde que fosse feito em observância ao acordo prévio estabelecido com o emissor. Nesse passo, o STF entende que os títulos incompletos podem ser completados até a data de cobrança ou de protesto conforme

---

<sup>48</sup> Rosa Junior, Luiz Emygdio F., *Títulos de Crédito* 6ª edição. Rio de Janeiro, Renovar, 2009, p. 62.

<sup>49</sup> MESSINEO, Francesco. *I Titoli di Credito*, Pádua, 2 vols, 1964

<sup>50</sup> “Art. 889. Deve o título de crédito conter a data da emissão, a indicação precisa dos direitos que confere, e a assinatura do emitente.”

<sup>51</sup> “Art. 888. A omissão de qualquer requisito legal, que tire ao escrito a sua validade como título de crédito, não implica a invalidade do negócio jurídico que lhe deu origem.”

<sup>52</sup> “Art. 891. O título de crédito, incompleto ao tempo da emissão, deve ser preenchido de conformidade com os ajustes realizados. Parágrafo único. O descumprimento dos ajustes previstos neste artigo pelos que deles participaram, não constitui motivo de oposição ao terceiro portador, salvo se este, ao adquirir o título, tiver agido de má-fé.”

Súmula nº 387 que dispõe: “*A Cambial Emitida ou Aceita com Omissões, ou em Branco, pode ser Completada pelo Credor de Boa-Fé Antes da Cobrança ou do Protesto*”.

A característica da autonomia estabelece que o titular do título de crédito exerce um direito novo, autônomo, originário e inteiramente desvinculado da relação anterior do possuidor do título.

Segundo Ascarelli a autonomia teria 2 (dois) significados, quais sejam:

“a) segundo um significado, ao falar em autonomia quer-se afirmar que não podem ser opostas ao subsequente titular do direito cartular as exceções oponíveis ao portador anterior, decorrentes de convenções extra-cartulares, inclusive, nos títulos abstratos, as causais...” “b) segundo um outro significado, ao falar de autonomia, quer-se afirmar que não pode ser oposta ao terceiro possuidor do título a falta de titularidade de quem lhe transferiu...”<sup>53</sup>

A aplicação da autonomia é facilmente observada quando o título entra em circulação em função da inoponibilidade das exceções que o devedor pode vir a ter em face do titular do título.

O Código Civil Brasileiro, consagrando o princípio da autonomia, estabelece que o devedor somente pode alegar as exceções pessoais que tenha contra o credor do título de crédito e as exceções relativas aos aspectos formais do título, conforme artigo 915<sup>54</sup>. Excepcionalmente, admite-se que o devedor alegue exceções relativas aos possuidores anteriores caso o adquirente do título esteja de má fé, nos termos do artigo 916 do Código Civil Brasileiro.<sup>55</sup>

Assim, o devedor ou emissor do título não poderá opor contra o credor do título as exceções que eventualmente tenha contra o credor original, salvo se este terceiro esteja de má-

---

<sup>53</sup> ASCARELLI, Tullio. *Teoria geral dos títulos de crédito*. Campinas, SP: Servanda, 2013. p.358

<sup>54</sup> “Art. 915. O devedor, além das exceções fundadas nas relações pessoais que tiver com o portador, só poderá opor a este as exceções relativas à forma do título e ao seu conteúdo literal, à falsidade da própria assinatura, a defeito de capacidade ou de representação no momento da subscrição, e à falta de requisito necessário ao exercício da ação.”

<sup>55</sup> “Art. 916. As exceções, fundadas em relação do devedor com os portadores precedentes, somente poderão ser por ele opostas ao portador, se este, ao adquirir o título, tiver agido de má-fé.”

fé. Ressalta-se que essa inoponibilidade aplica-se, inclusive, caso o terceiro de boa-fé adquira de possuidor que não fosse o proprietário do título<sup>56</sup>.

Outra característica não essencial do título e que pode ser relacionada à autonomia é a abstração que seria a não vinculação da emissão do título a uma causa específica. Todo título de crédito é emitido levando em consideração alguma causa específica. No entanto, para os denominados títulos de crédito abstratos a causa para a emissão pode ser qualquer uma que venha a ser conveniente no momento da emissão, não sendo, assim, condição para a emissão do título. Por exemplo, a nota promissória e a letra de câmbio podem ser emitidas sem a necessidade de se mencionar a razão de sua emissão.

Já os títulos de crédito “causais” necessitam de uma causa específica para a sua emissão. A duplicata, por exemplo, pressupõe como causa para a sua emissão a realização de uma compra e venda mercantil ou a prestação de um serviço. Já a CCB, por sua vez, pressupõe uma operação de crédito de qualquer modalidade.

A importância em relação à abstração decorre do aumento das hipóteses de exceções que poderão ser arguidas pelo devedor dos respectivos títulos, inclusive em decorrência de fatos relacionados ao negócio fundamental originador do título, bem como em relação ao terceiro que esteja ciente do vício do negócio fundamental. É o caso das próprias emissões de CRI e de CRA. A invalidade do negócio originador do lastro impactará o respectivo título de crédito.

Os títulos de crédito foram feitos para circular, não ficando restritos apenas ao emissor e ao credor original. A forma de circulação do título depende da sua classificação entre título “à ordem”, ao portador ou nominativo.

No caso dos títulos ao portador a transferência se dá pela mera transferência do título ao futuro titular<sup>57</sup>. No que se refere aos títulos nominativos e aos títulos à ordem a transferência

---

<sup>56</sup> Vide parágrafo único do Artigo 905 do Código Civil Brasileiro, conforme transcrição a seguir: “*Art. 905. O possuidor de título ao portador tem direito à prestação nele indicada, mediante a sua simples apresentação ao devedor. Parágrafo único. A prestação é devida ainda que o título tenha entrado em circulação contra a vontade do emitente.*”

<sup>57</sup> A existência do título ao portador no Brasil é extremamente limitada. A Lei nº 8.021, de 12 de abril de 1990 vedou a emissão de títulos ao portador no país. Posteriormente, o artigo 69 da Lei nº 9.069, de 29 de junho de 1995 limitou a emissão, pagamento e compensação de cheques de valor superior a R\$ 100,00 (cem reais), sem identificação do beneficiário. Por fim, o artigo 907 do Código Civil Brasileiro, estipulou que será nulo o título ao portador emitido sem autorização de lei especial.

se opera mediante endosso, sendo que nos títulos “à ordem” a transferência necessita apenas do endosso (em branco<sup>58</sup> ou em preto<sup>59</sup>), e nos títulos nominativos a transferência deve ser feita mediante endosso em preto, posteriormente registrada nos registros competentes da emissão<sup>60</sup>.

O endosso pode ser de caráter próprio ou impróprio. No caso de endosso próprio o endossante transfere todos os direitos referentes ao título. No caso de endosso impróprio, por sua vez, o endossante transfere apenas o exercício dos direitos referentes aos títulos de crédito, como é o caso do endosso mandato e do endosso caução. O endosso mandato é a cláusula pela qual o endossante nomeia o endossatário como seu mandatário de forma a representá-lo em todos os atos necessários para o recebimento da soma cambiária. Já o endosso caução tem natureza de garantia pignoratícia, outorgando ao endossatário o penhor do título de crédito.

O aval é a garantia cambiária, pela qual o avalista se obriga de forma solidária pelo cumprimento da obrigação constante do título. Para o Professor Luis Emygdio o aval seria a “declaração cambiária sucessiva e eventual decorrente de uma manifestação unilateral de vontade, pela qual uma pessoa natural ou jurídica, estranha à relação cartular, ou que nela já figura, assume obrigação cambiária autônoma e incondicional de garantir, total ou parcialmente, no vencimento, o pagamento do título nas condições estabelecidas”.<sup>61</sup>

Sobre o aval alguns questionamentos existem em decorrência do Código Civil Brasileiro e por conta da discussão da aplicação supletiva do referido diploma civil a todos os títulos de crédito, conforme exposto anteriormente. O primeiro questionamento refere-se à possibilidade de o aval garantir o cumprimento de título de crédito objeto da promessa de entrega de produto (e não de soma em dinheiro), em decorrência do disposto no artigo 897 do Código Civil Brasileiro<sup>62</sup> que aparentemente limitaria o aval apenas para os títulos que contivessem como obrigação o pagamento de determinada soma financeira.

---

<sup>58</sup> O endosso em branco é aquele em que não é especificado o nome do novo titular.

<sup>59</sup> O endosso em preto é aquele em que há especificação do nome do novo titular.

<sup>60</sup> Esse registro pode ser tanto um livro de registro do emissor, bem como registros eletrônicos efetuados por uma instituição escrituradora ou pela própria entidade administradora de sistema de registro e de liquidação financeira autorizado pelo BACEN.

<sup>61</sup> Rosa Junior, Luiz Emygdio F., *Títulos de Crédito* 6ª edição. Rio de Janeiro, Renovar, 2009, p. 283.

<sup>62</sup> Art. 897. O pagamento de título de crédito, que contenha obrigação de pagar soma determinada, pode ser garantido por aval.

O segundo questionamento refere-se à possibilidade de constituição do aval parcial em função do parágrafo único do mesmo artigo 897<sup>63</sup>.

Para os defensores da aplicação do Código Civil Brasileiro de forma subsidiária aos demais títulos de crédito, o aval dos títulos de crédito que não tenham objeto promessa de pagamento de determina soma, incluindo o aval parcial, seriam vedados. No entanto, para a outra corrente que defende que o disposto no Código Civil Brasileiro aplica-se somente para os títulos de crédito atípicos, entende-se que seria possível o aval dos títulos de crédito que não tenham como objeto a promessa de pagamento de determina soma, bem como o aval parcial. Especialmente acerca da discussão do aval parcial cabe ressaltar o Enunciado nº 39 da Primeira Jornada de Direito Comercial, que entende ser possível o aval parcial nos títulos de crédito regulados em lei especial.

Os títulos de crédito podem ser classificados levando-se em consideração diversos aspectos. A importância dessa classificação visa a enquadrar cada título de crédito em seu local adequado considerando a teoria geral.

Segundo o professor Newton de Lucca: “a tarefa de classificação, embora à primeira vista possa parecer mera questão de metodologia didática, diz respeito diretamente ao próprio âmago da teoria geral.”<sup>64</sup>

Nesse sentido, os títulos de crédito podem ser classificados<sup>65</sup>: (a) quanto ao modo de circulação; (b) quanto à origem do negócio subjacente; (c) quanto à tipicidade; (d) quanto ao conteúdo; (e) quanto ao caráter principal ou acessório do título; (f) quanto ao caráter singular ou seriado da emissão; e (g) quanto ao número de direitos que venha a conferir ao seu titular.

Quanto ao modo de circulação os títulos de crédito podem ser classificados: (a) “à ordem”, em que a sua circulação se opera mediante endosso (em branco ou em preto); (b) ao portador, em que a circulação se opera mediante a transferência física do título; ou (c)

---

<sup>63</sup> “Parágrafo único. É vedado o aval parcial.”

<sup>64</sup> DE LUCCA, Newton. Aspectos da teoria geral dos títulos de crédito. São Paulo: Pioneira, 1979.

<sup>65</sup> Existem outras classificações além das expostas acima, tais como: (a) quanto ao grau de definitivo do título; (b) quanto à regularidade da emissão; e (c) quanto ao caráter público ou privado do título.

nominativos, em que a circulação se opera mediante o endosso em preto com o posterior registro da transferência em registro específico previamente estabelecido pelo emitente.

Em relação à causa da emissão os títulos podem ser classificados como títulos abstratos ou causais. Os títulos abstratos são aqueles emitidos sem a obrigatoriedade de vinculação a uma causa específica. Para Requião: “os títulos abstratos são os mais perfeitos como títulos de crédito, pois deles não se indaga a origem.”<sup>66</sup> Em contrapartida, os títulos de créditos causais seriam aqueles que devem estar vinculados a uma causa específica, estabelecida em lei, que fundamenta a origem do título. Ainda, retornando para os ensinamentos do Professor Requião “os títulos causais são aqueles que estão vinculados, como um cordão umbilical, à sua origem”<sup>67</sup>

Quanto à tipicidade os títulos podem ser títulos típicos ou atípicos. Os títulos típicos seriam aqueles previstos expressamente em legislação específica. No que se refere aos títulos atípicos entende-se pelos títulos de crédito que venham a ser criados mesmo sem uma legislação específica, seguindo somente os preceitos gerais estabelecidos pelo Código Civil Brasileiro.

Quanto ao conteúdo os títulos de crédito podem ser classificados como: (a) títulos de crédito propriamente ditos, que conferem ao seu titular um direito correspondente a uma prestação fungível, traduzindo-se numa operação de crédito; ou (b) títulos de crédito que não traduzem necessariamente uma operação de crédito, tais como os títulos representativos, que servem para aquisição de direitos reais sobre coisas determinadas; e os títulos de legitimação, que atribuem ao seu titular a qualidade de sócio ou algum tipo de serviço.

O caráter singular ou seriado da emissão de um título de crédito refere-se à possibilidade de emissão de apenas 1 (um) ou de vários títulos numa mesma emissão. Nos títulos de crédito de caráter singular a emissão se resume a criação de apenas 1 (um) título de crédito. Já os de caráter seriado permitem que, numa mesma emissão, sejam emitidos múltiplos títulos.

Em relação ao número de direitos que possam conferir ao seu titular os títulos se classificam como simples ou complexos. No caso dos títulos de crédito simples há apenas 1 (um) único direito conferido ao seu titular. No entanto, caso os títulos de crédito atribuam mais de um direito estar-se-á diante de um título complexo.

---

<sup>66</sup> REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial. Volume 2.* 25ª ed. Sao Paulo: Saraiva, 2007.

<sup>67</sup> REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial. Volume 2.* 25ª ed. Sao Paulo: Saraiva, 2007.



No Brasil os títulos de crédito existem desde a edição do Código Comercial, que disciplinou a letra de câmbio e as notas promissórias. Desde então inúmeras leis foram editadas de forma a disciplinar o funcionamento de títulos de crédito específicos.

A legislação brasileira disciplina diversos títulos de crédito, incluindo aqueles utilizados:

- (a) na atividade comercial de uma maneira geral, como é o caso da duplicata, letra de câmbio, nota promissória, cheque, conhecimento de depósito e o warrant;
- (b) para representar o financiamento bancário de pessoas físicas ou jurídicas como é o caso da CCB;
- (c) para o financiamento das atividades industriais ou exportadoras, como é o caso das notas e das cédulas de crédito industrial ou de exportação;
- (d) para o financiamento da própria atividade bancária como é o caso do certificado ou do recibo de depósito bancário e da letra financeira;
- (e) para o financiamento do setor imobiliário como é o caso da cédula hipotecária, letra hipotecária, cédula de crédito imobiliário, LCI<sup>68</sup> e CRI;
- (f) para o financiamento do setor agrícola e do agronegócio como é o caso da cédula rural pignoratícia, cédula rural hipotecária, cédula rural pignoratícia e hipotecária, nota de crédito rural, CDA, WA, CPR, CPR Financeira, CDCA, LCA<sup>69</sup> e CRA; e
- (g) recentemente os CR, de forma a viabilizar operações de securitização para quaisquer setores da economia.

---

<sup>68</sup> Por ser um título de emissão das instituições financeiras a LCI também auxilia no financiamento da atividade bancária.

<sup>69</sup> Por ser um título de emissão das instituições financeiras a LCA também auxilia no financiamento da atividade bancária.

A motivação para a criação de cada título no Brasil variou conforme caso específico, existindo quase sempre uma política de incentivo para determinada atividade ou setor. Por exemplo, a CCB foi criada de forma a dar maior segurança às instituições financeiras nos financiamentos bancários, facilitando a circulação e execução do crédito, estimulando, assim, a oferta de recursos em geral. Por outro lado, os títulos disponíveis para o financiamento da exportação foram criados com o objetivo de aumentar a competitividade das empresas exportadoras brasileiras, contribuindo, ainda, para o saldo positivo da balança comercial do país.

Por fim, os títulos setoriais imobiliários e do agronegócio foram criados com o objetivo de implementar políticas de incentivos específicas para cada um desses setores. Dentre os títulos de crédito do setor imobiliário e do agronegócio destacam-se os CRI e os CRA respectivamente que foram criados com o objetivo de fomentar operações de securitização para os referidos setores.

Conforme será exposto no decorrer desse trabalho os títulos de securitização setoriais tratam-se de títulos de crédito nominativos, causais, típicos, complexos, escriturais e emitidos em série no mercado de capitais brasileiro.

#### I.4-B. A Lei nº 14.430/22

A Lei nº 14.430/22, mencionada anteriormente, representa um movimento para fins de unificar o mercado de securitização brasileiro, permitindo, por exemplo, a emissão de títulos de crédito de securitização para todos os setores da economia.

Inicialmente, cabe discutir a questão da constitucionalidade da Lei nº 14.430/22, oriunda da conversão da MP 1.103/22, em especial pela falta de urgência para edição da referida medida provisória pelo poder executivo conforme exigido pelo artigo 62 da Constituição Federal<sup>70</sup>, tema que deveria ter sido introduzido pelo poder legislativo, conforme estabelece nosso texto constitucional.

---

<sup>70</sup> “Art. 62. Em caso de relevância e **urgência**, o Presidente da República poderá adotar medidas provisórias, com força de lei, devendo submetê-las de imediato ao Congresso Nacional.” (grifos nossos)

O Ministro da Economia Paulo Guedes justificou a urgência de forma a cobrir as necessidades de recuperação econômica e para as atuais circunstâncias de riscos complexos e significativos, conforme trechos da exposição de motivos exposto abaixo:

*“18. (...) a urgência da medida é justificada pela possibilidade imediata de ampliar o crédito a um custo menor, tendo em vista os benefícios citados anteriormente, aliados à maior segurança jurídica dos contratos de recebíveis e de securitização para todos os setores e agentes econômicos. 19. Por fim, ao aperfeiçoar a regulamentação da atuação das companhias securitizadoras e de operações de securitização em Lei, a medida proposta é relevante pois possibilitará um avanço na consolidação do mercado de crédito de recebíveis, com efeitos diretos e indiretos em diversos setores da economia. (...) 25. Em síntese, a relevância e urgência das propostas dos modelos de securitização da medida são amplos para cobrir as necessidades de recuperação econômica e para as atuais circunstâncias de riscos complexos e significativos. Em primeiro lugar, os modelos de securitização permitirão que os diversos agentes econômicos, inclusive instituições financeiras, transfiram os riscos de suas atividades e liberem recursos para novos financiamentos. Ademais, permitem que os agentes econômicos tenham maior proteção a oscilações de mercado, estabilizando potencialmente o fluxo de crédito. 26. Por sua vez, os instrumentos criados servirão como importantes ferramentas de gestão de risco que são hoje inexistentes, permitindo às empresas alcançarem um conjunto mais diversificado de atividades econômicas. Isso tenderá a reduzir o custo de assunção de riscos e, por sua vez, este benefício deve ser repassado às famílias na forma de uma maior gama de serviços e produtos e condições mais favoráveis de crédito.”*

Apesar da inegável relevância do projeto não há o que se falar em urgência tendo em vista que não haverá impacto imediato na ampliação do crédito pelas empresas. Nesse sentido, a Lei nº 14.430/22 deveria ser considerada inconstitucional por afrontar o processo legislativo previsto na constituição federal.

Independente da questão da constitucionalidade relacionada à urgência a Lei nº 14.430/22 introduziu assunto relevante para o mercado de securitização brasileiro. A necessidade da criação de um título de securitização para outros setores da economia era uma demanda do mercado e foi reconhecida pela própria CVM por meio do voto da Ex-Diretora Norma Parente, proferido no Caso Maxpower, conforme trecho exposto no Capítulo 3:

*“Expostos esses fatos, deve-se sensibilizar para a necessidade de se criar um instrumento de securitização para os créditos gerados pela indústria de energia elétrica, e empreendimentos de base como este, que sirvam para o desenvolvimento do setor de infra-estrutura brasileira. Hoje em dia, pode-se pensar que o Fundo de Recebíveis prestar-se-ia a exercer tal função. Porém, seria mais adequada a criação de um novo mecanismo que possa abarcar com a necessária precisão o empreendimento em análise.”*

A Lei nº 14.430/22 representa o primeiro passo na uniformização das regras de securitização no Brasil, estabelecendo que poderão ser emitidos qualquer título de crédito de securitização, os denominados CR, sem prejuízo de outros títulos de crédito que poderão estar vinculados a operações de securitização, tais como as próprias debêntures.

A criação da Lei nº 14.430/22 foi uma resposta a um questionamento antigo do mercado acerca da existência de título de crédito exclusivo para o mercado imobiliário e do agronegócio. Anteriormente, considerando o sucesso das emissões de CRI e de CRA, outros projetos semelhantes foram discutidos, como por exemplo, a sugestão de criação do Certificado de Redução de Emissões, para estimular a redução da poluição, o Certificado de Recebíveis de Saneamento, para estimular o setor de saneamento básico e o Certificado de Recebíveis Educacionais.

Ao invés de discutir múltiplos projetos em paralelo editou-se a Lei nº 14.430/22 de forma a prever um regramento único para os títulos de securitização no Brasil.

#### I.4-C. Regramento Geral dos Títulos de Securitização

Além dos tipos de títulos que podem ser emitidos a Lei nº 14.430/22 estabelece regras gerais a serem aplicadas para quaisquer emissões de títulos de securitização, quais sejam:

(a) os instrumentos de emissão devem prever um conteúdo mínimo previsão de emissão de CR necessariamente de forma escritural, devendo o instrumento de emissão possuir o seguinte conteúdo mínimo; (i) nome da companhia securitizadora emitente; (ii) número de ordem, local e data de emissão; (iii) denominação “Certificado de Recebíveis” acrescida da natureza dos direitos creditórios; (iv) valor nominal; (v) data de vencimento ordinário do valor nominal e de resgate dos títulos e, se for o caso, discriminação dos valores e das datas de pagamento das amortizações; (vi) remuneração por taxa de juros fixa, flutuante ou variável, que poderá contar com prêmio, fixo ou variável, e admitir a capitalização no período estabelecido no termo de securitização; (vii) critérios para atualização monetária, se houver; (viii) cláusula de correção por variação cambial, se houver; (ix) local e método de pagamento; (x) indicação do número de emissão e da eventual divisão dos CR integrantes da mesma emissão em diferentes classes ou séries, inclusive a possibilidade de aditamentos posteriores para inclusão de novas classes e séries e requisitos de complementação de lastro, quando for o caso; (xi) indicação da existência ou não de subordinação entre as classes integrantes da mesma emissão, entendida como a preferência de uma classe sobre outra para fins de amortização e resgate de CR; (xii) descrição dos direitos creditórios que compõem o lastro da emissão de CR; (xiii) se for o caso, indicação da possibilidade de substituição ou aquisição futura dos direitos creditórios vinculados aos CR com a utilização dos recursos provenientes do pagamento dos direitos creditórios originais vinculados à emissão, com detalhamento do procedimento para a sua formalização, dos critérios de elegibilidade e do prazo para a aquisição dos novos direitos creditórios, sob pena de amortização antecipada obrigatória dos CR; (xiv) se houver, existência de garantias fidejussórias ou reais de amortização dos CR integrantes da emissão ou de classes e séries específicas, se for o caso; (xv) indicação da possibilidade de dação em pagamento dos direitos creditórios aos titulares dos CR, hipótese em que deverão ser estabelecidos os procedimentos a serem adotados; (xvi) as regras e procedimentos aplicáveis às assembleias gerais de titulares de Certificados de Recebíveis; e (xvii) - as hipóteses em que a companhia securitizadora poderá ser destituída ou substituída.

(b) a partir da edição da Lei nº 14.430/22 as companhias securitizadoras poderão instituir regime fiduciário em relação a qualquer título de securitização de sua emissão, prevendo, inclusive, a unificação das regras para formalizar a criação dos referidos patrimônios de afetação;

(c) os CR e demais títulos de securitização poderão emitir títulos com lastro em qualquer tipo de direito creditório, observada, no entanto a omissão legislativa relacionada às emissões de CRI, conforme será exposto no Capítulo V;

(d) os CR e demais títulos de securitização poderão ser emitidos de forma seriada, podendo ser realizadas novas emissões de séries de títulos a qualquer tempo, inclusive para pagamento de despesas do patrimônio separado;

(e) os títulos de securitização poderão ser integralizados a prazo na medida chamadas de capital, conforme estabelecido no respectivo instrumento de securitização;

(f) os CR e demais títulos de securitização poderão ser emitidos com cláusula com cláusula de correção pela variação cambial, desde que seja: (i) integralmente vinculado a direitos creditórios com cláusula de correção na mesma moeda; e (ii) emitido em favor de investidor residente ou domiciliado no exterior, observada a regulamentação do CMN para a aquisição por investidores residentes no Brasil; e

(g) será possível a emissão de qualquer título de securitização no exterior, devidamente registrado em entidade de registro e de liquidação financeira situada no país de distribuição, desde que a entidade seja: (a) autorizada em seu país de origem; e (b) supervisionada por autoridade estrangeira com a qual a CVM tenha firmado acordo de cooperação mútua que permita intercâmbio de informações sobre operações realizadas nos mercados por ela supervisionados, ou que seja signatária de memorando multilateral de entendimentos da Organização Internacional das Comissões de Valores.

A Lei nº 14.430/22, ainda, atribui à CVM a competência para regulamentar as emissões públicas de CR e de outros valores mobiliários representativos das operações de securitização, incluindo:

- (i) o registro, a estrutura, o funcionamento e as atividades das companhias securitizadoras de direitos creditórios emissoras de valores mobiliários representativos das operações de securitização ofertados publicamente;
- (ii) as características e o regime de prestação de informações associados aos CR e aos demais valores mobiliários representativos das operações de securitização ofertados publicamente;
- (iii) as hipóteses de destituição e substituição das companhias securitizadoras; e
- (iv) a forma de substituição e da aquisição dos direitos creditórios vinculados às operações de securitização

Em relação aos CR a Lei nº 14.430/22 estabeleceu que aplica-se aos títulos de crédito, no que couber, o disposto na legislação cambial. Ainda: (i) o CR pode ser garantido por aval, hipótese em que é vedado o seu cancelamento ou a sua concessão parcial; (ii) o protesto cambial é dispensado para assegurar o direito de regresso contra avalistas; e (iii) O endossante não responde pelo cumprimento da prestação constante do CR.

A aplicação das “regras de direito cambial” aos demais títulos de crédito é prevista em vários títulos de crédito. Em virtude da pluralidade de leis existentes no país, prevendo regras distintas para cada um dos títulos de crédito, sempre se questionou acerca de uma eventual legislação geral a ser aplicada ao direito cambiário. Tais legislações específicas oscilam em relação à regência supletiva. A grande maioria prevê a aplicação subsidiária das “normas de direito cambial” sem mencionar expressamente o normativo ao qual está se referindo<sup>71</sup>. Porém, existe uma minoria de normas que determinam expressamente a regência supletiva da Lei Uniforme de Genebra<sup>72</sup>.

---

<sup>71</sup> Por exemplo, o Decreto-Lei nº 413, de 09 de janeiro de 1969, aplicável às notas e cédulas industriais prevê em seu artigo 52 o seguinte: “Art. 52. *Aplicam-se à cédula de crédito industrial e à nota de crédito industrial, no que forem cabíveis, as normas do direito cambial, dispensado, porém, o protesto para garantir direito de regresso contra endossantes e avalistas.*”

<sup>72</sup> De forma distinta, o artigo 25 da lei de duplicatas (Lei nº 5.474, de 18 de julho de 1968) dispõe: “Art . 25. *Aplicam-se à duplicata e à triplicata, no que couber, os dispositivos da legislação sobre emissão, circulação e pagamento das Letras de Câmbio.*”

Até o advento do Código Civil Brasileiro o entendimento unânime era que na ausência de regra específica constante na legislação de cada um dos títulos de crédito, aplicar-se-ia imediatamente as regras constantes na Lei Uniforme de Genebra, sendo essa legislação considerada como “normas de direito cambial” para fins do ordenamento jurídico do país.

No entanto, com o advento do Código Civil Brasileiro que instituiu um regramento geral acerca da disciplina dos títulos de crédito, prevendo inclusive no seu artigo 903<sup>73</sup> a regência supletiva para os títulos de crédito, a doutrina tem divergido acerca de qual seria a legislação supletiva aos títulos de crédito.

Uma parte da doutrina entende que o Código Civil Brasileiro deve ser aplicado de forma supletiva aos títulos de crédito previstos em outras legislações, principalmente em função do disposto no artigo 903 mencionado anteriormente. No entanto, para outra parte da doutrina o referido artigo se restringiria para os títulos de crédito atípicos (não previstos em legislações específicas), prevalecendo, assim, o antigo entendimento de que na ausência de regra específica, aplicar-se-ia imediatamente o disposto na Lei Uniforme de Genebra.

A polêmica acerca de qual legislação seria supletiva aos títulos de crédito previstos em legislações específicas já havia sido antecipada pelo Professor Mauro Rodrigues Penteadó em “Considerações sobre o Projeto e Notas Acerca do Código Civil de 2002, em Matéria de Títulos de Crédito”<sup>74</sup>. Segundo esse artigo o Professor Mauro Rodrigues Penteadó sugeriu a inclusão do parágrafo único ao artigo 2.055 do Código Civil Brasileiro de forma a eliminar a possível discussão referente às referências “de direito cambial” em outras legislações, conforme texto a seguir:

*“Artigo 2.055 (...) Parágrafo Único. Ficam revogadas as remissões feitas em leis especiais no tocante à legislação ou ao direito cambial, passando os títulos de crédito a ser regidos somente por suas leis próprias, e supletivamente ou no caso de omissão, pelo Título VIII, Livro*

---

<sup>73</sup> “Art. 903. Salvo disposição diversa em lei especial, regem-se os títulos de crédito pelo disposto neste Código.”

<sup>74</sup> Artigo enviado ao Senado Federal e elaborado a partir das notas de Conferência proferida em 30 de maio de 1995, na Faculdade de Direito do Largo de São Francisco, no Ciclo de Palestras “20 anos de Reforma do Código Civil”, patrocinado pelo Instituto Brasileiro de Direito Comercial Comparado Tullio Ascarelli e pela Escola Paulista de Direito, do Instituto dos Advogados de São Paulo.



*I da Parte Especial deste Código, mantidas as restrições e modificações que tais remissões contêm”.*

No entanto, como o Código Civil Brasileiro não contemplou a sugestão acima permanece o debate de qual seria a legislação supletiva em matéria dos títulos de crédito.

Apesar de todo o debate não há como negar que o Código Civil Brasileiro introduziu uma legislação geral e que deve ser aplicada de forma supletiva a todos os títulos de crédito. Nesse sentido a melhor interpretação é a de que o referido artigo 903 da lei civil brasileira deve ser aplicado inclusive para os títulos de crédito previstos em legislação específica. Adicionalmente, ainda que o Código Civil Brasileiro venha a ser omissivo em relação à determinada matéria de título de crédito previsto em legislação específica, não se poderia adotar uma interpretação simplista de aplicação imediata da Lei Uniforme de Genebra. Isso pois a evolução dos títulos de crédito e das práticas comerciais fazem com que determinadas disposições da Lei Uniforme de Genebra não venham a dar a melhor solução para o caso concreto.

A inconveniência da aplicação da Lei Uniforme de Genebra é apontada inclusive pelo Professor Mauro Rodrigues Penteado, conforme a seguir:

*“Mas a aprovação da Lei das Letras de Câmbio e Notas Promissórias não representaria, por si só, a solução apropriada, dada a especificidade das cambiais, que torna inadequada, precária e complexa a utilização das remissões na regulação de títulos de natureza diversa. Havendo, como há, remissão ao “direito cambial” ou à “legislação cambial”, serão aplicáveis, por exemplo, os dispositivos da lei uniforme relativos à pluralidade de exemplares (arts. 64 a 66), às cópias (arts. 67 e 68) e às alterações do texto do título de crédito (art. 69)?”<sup>75</sup>*

---

<sup>75</sup> PENTEADO, Mauro Rodrigues. *Títulos de crédito teoria geral e títulos atípicos em face do Novo Código Civil (análise dos artigos 887 a 903): títulos de crédito eletrônicos (alcance e efeitos do art. 889, 3º e legislação complementar)*. São Paulo: Editora Walmar, 2004.

Assim, considerando a existência no Brasil de diversos títulos de crédito, entende-se que, a depender do caso concreto, seria possível sim a aplicação de legislações de outros títulos para resolver determinada situação específica.

Além da dificuldade na identificação da legislação supletivamente aplicável, o estudo do direito cambiário no país envolve o conhecimento da teoria geral, fazendo as devidas adaptações ou interpretações considerando a realidade prática, as regras específicas de determinado título de crédito, bem como os avanços tecnológicos.



## II – DAS COMPANHIAS SECURITIZADORAS

### II.1. Surgimento das Securitizadoras

A companhia securitizadora nasce dentro do contexto de que uma das premissas da securitização é o isolamento dos riscos para determinada carteira de créditos ou de direitos creditórios vinculada a emissão de determinado título de securitização.

Conforme exposto acima, uma das primeira operações de mercado do país foi a securitização de recebíveis originados de vendas da antiga sociedade varejista denominada "Mesbla" na década de 90.

Pode-se dizer que a Mesbla Trust pode ser reconhecida como a primeira companhia securitizadora que se tem conhecimento no mercado brasileiro (ainda que não regulada), tendo sido constituída especificamente para viabilizar a aquisição dos créditos cedidos pela Mesbla e a segregação dos riscos para os investidores das debêntures.

Após essa operação outras estruturas semelhantes foram criadas a partir da constituição de sociedades anônimas emissoras de valores mobiliários. Nessa estrutura criava-se uma sociedade anônima com propósito específico de adquirir determinada carteira de créditos ou de direitos creditórios com a posterior emissão de debêntures que teriam as seguintes características: (a) seriam da natureza com garantia real, sendo garantidas pelo penhor ou pela cessão fiduciária da própria carteira adquirida; e (b) permitiriam necessariamente a dação em pagamento das debêntures mediante a entrega da carteira de créditos ou dos direitos creditórios pelos emissores.

A definição de companhia securitizadora apareceu pela primeira na Lei nº 9.514/97, quando da criação do CRI. Até essa primeira legislação a realização de operações de securitização era difícil pois não havia nenhum instituto jurídico que garantisse a segregação patrimonial entre os investidores e os emissores dos títulos de securitização.

Em 1997 definiu-se pela primeira companhia securitizadora, com a edição da Lei nº 9.514/97, que nesse caso teria com o objetivo o de fomentar o mercado secundário de créditos imobiliários, conforme trecho da exposição de motivos da referida lei exposta abaixo:

*“17. Para alavancar o mercado secundário de créditos imobiliários, o projeto de lei ora apresentado **define uma nova modalidade de empresa – a companhia securitizadora imobiliária, organizada sob a forma de sociedade por ações, segundo modelo adotado com sucesso em outros países.** Essa companhia irá operar mediante a aquisição de créditos imobiliários junto às empresas originadoras desses créditos, isto é, aquelas que operam na realização de empréstimos para a aquisição ou produção de imóveis. De posse desses créditos, a companhia irá securitiza-los, transformando-os em títulos a serem negociados nos mercados financeiro e de capitais.” (grifos do autor)*

O artigo 3º dessa legislação definiu as companhias securitizadoras como instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações, que tem por finalidade a aquisição e securitização desses créditos e a emissão e colocação, no mercado financeiro, de CRI ou outros títulos de crédito, realizar negócios e prestar serviços compatíveis com as suas atividades.<sup>76</sup>

Posteriormente, quando da edição da Lei nº 11.076/04, criou-se as companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio, definidas como instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações e que teriam por finalidade a aquisição e securitização desses direitos e a emissão e colocação de CRA no mercado financeiro e de capitais.<sup>77</sup>

A existência de conceitos previstos em legislações distintas para companhias securitizadoras de créditos imobiliários e para companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio, bem como a redação do parágrafo único do artigo 36 Lei nº 11.076/04<sup>78</sup> que mencionava a expressão “exclusiva”, criou-se a dúvida se as securitizadoras

---

<sup>76</sup> A primeira companhia de securitização criada após a instituição da Lei nº 9.514/97 foi a Cibrasec - Companhia Brasileira de Securitização, cujos acionistas eram exclusivamente instituições financeiras. Originária dos mesmos estudos, desenvolvidos pela Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (ABECIP), que resultaram na criação do Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), essa companhia tinha como objetivo principal, nessa época, adquirir créditos imobiliários junto às instituições financeiras que operavam na realização de empréstimos para a aquisição ou produção de imóveis.

<sup>77</sup> Conforme redação do revogado artigo 38 transcrito a seguir: “Art. 38. As companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio são instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações e terão por finalidade a aquisição e securitização desses direitos e a emissão e colocação de Certificados de Recebíveis do Agronegócio no mercado financeiro e de capitais.”

<sup>78</sup> Art. 36. O Certificado de Recebíveis do Agronegócio – CRA é título de crédito nominativo, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro e constitui título executivo extrajudicial.

emissoras de CRA e de CRI deveriam ter objeto específico de securitização de determinado tipo de ativo ou se poderiam ter objeto ampliado com a inclusão de outras espécies de securitização.

Ampliando a discussão acima, até a edição da Instrução CVM nº 480/09, a CVM estabelecia que as securitizadoras imobiliárias poderiam vir a ter restrições para a emissão de determinados CRI, em função da eventual cumulação de objetos sociais, vide o revogado artigo 2º, parágrafo único da Instrução CVM nº 414/04, transcrito a seguir:

*“Parágrafo único. A emissão de CRI de valor inferior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) somente poderá ser realizada por companhia securitizadora que tenha por objeto social, **exclusivamente**, a aquisição e securitização de créditos imobiliários e a emissão e colocação de CRI no mercado de capitais, podendo emitir outros títulos de crédito e realizar negócios e prestar serviços relacionados com essas atividades.”* (grifos do autor)

Esse normativo apesar de não vedar expressamente a eventual cumulação de objetos restringia a atividade das companhias securitizadoras e criava a incerteza quanto ao melhor entendimento acerca desse assunto.

A partir da edição da revogada Instrução CVM nº 480/09 que unificou a regulamentação aplicável às companhias securitizadoras (independente do seu objeto), eliminou-se a dúvida acerca da possibilidade de cumulação dos objetos, principalmente pelo fato de a instrução utilizar o termo “securitizadoras”, sem o estabelecimento de qualquer regra que impedisse o exercício dessas atividades de forma simultânea. Por essa razão, hoje, a maioria das companhias securitizadoras do país permitem em seus objetos sociais a cumulação das atividades de securitização.

---

*Parágrafo único. O CRA é de emissão **exclusiva** das companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio, nos termos do parágrafo único do art. 23 desta Lei.* (grifos)

A MP 1.103/22 revogou o artigo 3º e o artigo 38 da Lei nº 9.514/97 e da Lei nº 11.076/04, respectivamente, unificando o conceito de securitizadora a ser utilizado para qualquer emissão de título de securitização, conforme disposto no artigo 17 da referida legislação, transcrito a seguir:

*“Art. 17. As companhias securitizadoras são instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações, que têm por finalidade a aquisição de direitos creditórios e a emissão de Certificados de Recebíveis ou outros títulos e valores mobiliários representativos de operações de securitização.”*

O conceito acima merece ser desdobrado de forma a entender o funcionamento das companhias securitizadoras.

#### *Securitizadoras como Instituições Não Financeiras*

Inicialmente, conforme exposto acima, nota-se que o legislador optou por não caracterizar as companhias securitizadoras como instituições financeiras, ainda que a sua atividade apresentasse semelhanças com a atividade de uma instituição financeira. O conceito de instituição financeira está disposto no artigo 17 da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, conforme transcrito abaixo.

*“Art. 17. Consideram-se instituições financeiras, para os efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros.”*

*Parágrafo único. Para os efeitos desta lei e da legislação em vigor, equiparam-se às instituições financeiras as pessoas físicas que exerçam qualquer das atividades referidas neste artigo, de forma permanente ou eventual.”*

A definição legal exposta acima não auxilia na identificação das instituições financeiras. Segundo Eduardo Salomão Neto:

*“A definição de instituição financeira dada pelo artigo 17 da Lei nº 4.595/64 é desmesuradamente ampla e, se interpretada literalmente, em seu sentido puramente gramatical, poucas atividades escapariam da reserva aberta em favor das assim chamadas instituições financeiras. De fato poucas são as atividades que não envolvem a coleta, intermediação ou aplicação de recursos próprios ou de terceiros. Todas as empresas aplicam no mercado financeiro os recursos coletados através do exercício de sua atividade, emprestando-os, como forma de manter o valor e obter rentabilidade sobre seu capital giro.”*

Prosseguindo em sua análise o mesmo autor conclui que “a interpretação literal do artigo 17 da Lei nº 4.595/64 levaria a conclusões absurdas, como a de considerar como privativas de instituição financeira atividades desempenhadas por boa parte das empresas nacionais, senão por todas elas”.

Aplicando a interpretação teleológica proposta pelo autor, entende-se como instituição financeira aquela que exerce atividade privativa de instituição financeira, definida como o exercício cumulativo e habitual de captação de recursos de terceiros em nome próprio, com o repasse financeiro através de operação de mútuo, com o intuito de auferir lucro.

A decisão do legislador de não defini-la como instituição financeira impediu que o BACEN regulasse essas sociedades, permanecendo como instituições financeiras somente: (a) as caixas econômicas; (b) bancos comerciais; (c) bancos de investimentos; (d) bancos de desenvolvimento; (e) sociedades de crédito, financiamento e investimento; (f) sociedades de crédito imobiliário, incluindo companhias hipotecárias; e (g) cooperativas de crédito.

#### *Securitizadoras como Sociedades Anônimas de Capital Aberto*

A exigência de se constituírem necessariamente como sociedades anônimas levou em consideração a experiência de outros países, bem como as estruturas de securitização desenvolvidas no país antes da edição do referido normativo, em especial em relação à possibilidade de emissão de debêntures.

A legislação não estabeleceu a obrigatoriedade das securitizadoras se registrarem como companhias abertas conforme regulamentação da CVM, dada a natureza do seu objeto social.



No entanto, como uma securitizadora que tem como objeto social a emissão e colocação de CRA e de CRI no mercado financeiro e de capitais poderia não se registrar como companhia aberta? Até a edição da Instrução CVM nº 476/09 somente companhias abertas poderiam colocar valores mobiliários no mercado financeiro e de capitais. A CVM, inclusive, estabelecia a obrigatoriedade das companhias securitizadoras de créditos imobiliários se registrarem como companhia aberta nos termos do revogado artigo segundo da Instrução CVM nº 414/04 conforme segue: “Art. 2º A companhia securitizadora de créditos imobiliários - companhia securitizadora **deve** requerer à CVM o registro de companhia aberta de que trata o art. 21 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, nos termos da regulamentação em vigor.” (grifos do autor)

No entanto, com a edição do referido normativo que regulamenta as ofertas com esforços restritos ficou permitido que sociedades limitadas ou sociedades anônimas de capital fechado emitissem valores mobiliários e os colocassem no mercado de capitais, o que fez com que a exigência de registro de companhia aberta para realização de oferta pública passasse a ser desnecessária. No entanto, isso ainda não se aplica para o mercado de CRA e de CRI pois somente companhias securitizadoras abertas podem emitir CRA e CRI ofertados publicamente no mercado, nos termos do artigo 1º, parágrafo único, V da Instrução CVM nº 476/09<sup>79</sup>.

A partir da Resolução CVM 60 a CVM criou um novo tipo de registro de companhia aberta, aplicável exclusivamente para as companhias securitizadoras (modalidade “S1” ou “S2” conforme será melhor detalhado a seguir).

O novo registro de companhia aberta instituído pela Resolução CVM 60 é distinto do registro atual aplicável para as demais companhias abertas e regulamentado pela Resolução CVM 80. A principal diferença dos registros decorre dos títulos a serem ofertados publicamente. Basicamente a Resolução CVM 60 permite apenas a emissão e oferta pública de títulos de securitização. Já a Resolução CVM 80 permitiria que a securitizadora emitisse e ofertasse publicamente outros valores mobiliários.

---

<sup>79</sup> “Art. 1º Serão regidas pela presente Instrução, as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos. §1º Esta Instrução se aplica exclusivamente às ofertas públicas de: (...) V – certificados de recebíveis imobiliários ou do agronegócio emitidos por companhias securitizadoras **registradas na CVM como companhias abertas;**” (grifos do autor)

Os registros de que tratam a Resolução CVM 60 e Resolução CVM 80 podem ser cumulados pela companhia securitizadora, sendo obrigatório para a Securitizadora apenas o registro de que trata a Resolução CVM 60. A própria Resolução CVM 60 estabeleceu que as securitizadoras poderiam abdicar do registro de companhia aberta tradicional mantendo apenas o registro de companhia aberta aplicável para as companhias securitizadoras, nos termos do artigo 61 da Resolução CVM 60, transcrito a seguir:

*“Art. 61. A migração dos registros vigentes à época da edição desta Resolução será realizada pela CVM de forma automática, sendo que as companhias securitizadoras devem, em até 30 (trinta) dias após a entrada em vigor da presente Resolução, indicar:*

*I – a categoria para a qual desejam ter seu registro transferido, conforme art. 3º; e*

*II – se desejam manter o atual registro de emissor, nos termos da regulamentação que dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários.”*

## **II.2. Natureza da Atividade da Securitizadora**

Nos termos do conceito exposto acima a securitizadora seria a sociedade por ações que tivesse a finalidade de aquisição de direitos creditórios e a emissão de CR ou outros títulos e valores mobiliários representativos de operações de securitização.

A partir desse conceito, que replicava os conceitos estabelecidos na Lei nº 9.514/97 e na Lei nº 11.076/04, imaginava-se que a companhia securitizadora pudesse ter como principal objetivo auferir “*spread*”, ou seja, auferir ganhos decorrentes da diferença entre o valor pago e a receber pela aquisição dos direitos creditórios e os valores recebidos e a serem pagos no âmbito das emissões dos títulos de securitização.

No entanto não é o que ocorre na prática. Na maioria esmagadora das operações a companhia securitizadora não auferir ganho na diferença entre os lastros e as emissões dos seus títulos de securitização. Assim, a principal receita da companhia securitizadora seria o decorrente da prestação de “serviço de securitizadora”.

Ou seja, a securitizadora existiria não para auferir ganhos da diferença de valores entre o lastro e o título de securitização mas para auferir ganhos decorrentes da prestação de serviço aos envolvidos na operação de securitização.

Essa constatação é fundamental para iniciar o estudo de qual seria a melhor forma de regular as companhias securitizadoras, pois não deve ser tratada como uma emissora de valores mobiliários mas sim como uma empresa de prestação de serviço.

#### *O Serviço de Securitizadora*

O serviço de securitizadora pode ser definido como: (a) a assessoria na estruturação de uma operação de securitização; (b) a emissão de um título de securitização nos termos solicitados pelo contratante, observada a legislação aplicável; e (c) a administração da operação de securitização desde a sua emissão até o respectivo adimplemento ou da liquidação do patrimônio separado, o que ocorrer primeiro.

A estruturação da operação consistiria: (a) no auxílio na modelagem financeira da operação, detalhando os fluxos dos lastros e o fluxo dos títulos de securitização; (b) na identificação de todas as despesas a serem pagas no âmbito da operação, incluindo a definição da forma de pagamento e o controle desses pagamentos; e (c) no auxílio na definição da estrutura final da operação, nos termos da legislação aplicável, incluindo as estruturas das garantias, mecanismos de controle a serem implementadas na emissão e outros.

A emissão do título de securitização visa formalizar a estrutura idealizada pelo contratante em um instrumento capaz de ser adquirido por investidores, bem como negociado em mercados regulamentados de valores mobiliários, observada a legislação aplicável. Envolve a seleção de qual título pode-se adaptar melhor a estrutura proposta, bem como a formalização da emissão nos termos que autorizados pela securitizadora, conforme legislação aplicável.

Por fim, a administração da operação de securitização envolve o acompanhamento de todos os pagamentos desde a sua emissão até o respectivo adimplemento. Envolve também o acompanhamento das obrigações e das garantias ao longo da operação até o adimplemento ou a liquidação do patrimônio separado, o que ocorrer primeiro. Caso a operação não venha a ser adimplida no vencimento a securitizadora deverá auxiliar na cobrança dos créditos/direitos inadimplentes até a liquidação do patrimônio separado que poderá ocorrer mediante a dação em pagamento do lastro, conforme autorizado no instrumento de securitização.

O exercício da atividade de securitizadora se assemelha ao serviço prestado pelas administradoras fiduciárias de fundos de investimentos, sendo que a Securitizadora administra o patrimônio separado e a administradora administra o patrimônio do Fundo. Ambos são obrigados a prestar esclarecimentos acerca dos ativos e passivos do patrimônio separado. Ainda, no caso da Securitizadora ainda cabe citar que a sua atividade pode também se assemelhar aos agentes fiduciários na medida em que em alguns casos representa os investidores, sendo beneficiário das garantias dos lastros, bem como propondo medidas judiciais em face dos devedores desses lastros.

Sendo assim, conclui-se que a atividade da Securitizadora é híbrida reunindo elementos dos administradores fiduciários de fundos de investimento, bem como dos agentes fiduciários.

### **II.3. Patrimônio Separado**

Conforme exposto acima a segregação patrimonial é um conceito fundamental para uma operação de securitização. Por segregação patrimonial deve-se entender como a criação de estruturas que garantam que os créditos/direitos lastro do título de securitização sejam utilizados para o adimplemento da operação, sem que passivos oriundos de outras operações possam partilhar dos referidos lastros.

Isso é fundamental pois nas operações de securitização, em regra, o pagamento do título de securitização depende: (a) do adimplemento dos respectivos créditos/direitos creditórios vinculados; e (b) de que o valor dos créditos/direitos, nas datas de pagamento previstas no instrumento de securitização, seja suficiente para o adimplemento das respectivas obrigações assumidas no âmbito da operação.

Essa segregação além de garantir o enquadramento da operação como securitização torna-se fundamental para atrair investidores interessados na realização do investimento. Pois, normalmente, as companhias securitizadoras têm uma capacidade de pagamento baixa, o que praticamente não faria com que nenhum investidor tivesse interesse em aplicar em títulos de responsabilidade dessas sociedades. Assim, somente pela sua capacidade de pagamento não haveria incentivo ao investimento nos títulos das companhias securitizadoras, devendo ser assegurada a segregação dos riscos entre o título emitido e as demais dívidas da securitizadora.

Uma das primeiras formas de segregação patrimonial seria a criação de múltiplas sociedades de propósito específico, uma para cada operação de segregação. Essa foi a forma que começaram as operações de securitização no Brasil, vide a estrutura da Mesbla Trust mencionada anteriormente. No entanto, a criação de múltiplas sociedades de propósito específico não garantem a segregação total de cada operação de securitização em especial por conta das regras de desconsideração da personalidade jurídica e da teoria da consolidação substancial utilizada nos procedimentos de recuperação judicial.

De forma a aumentar a segregação parcial das operações de securitização a Lei nº 9.514/97 criou uma forma de segregar os riscos entre cada operação de securitização, blindando-os em face das demais obrigações da companhia securitizadora, mediante a constituição de um patrimônio especial específico para a operação, via instituição do regime fiduciário, criador do denominado patrimônio separado.

Até 2014 a constituição do patrimônio separado era restrita para as emissões de CRI. Com a edição da Lei nº 11.076/04 passou-se a admitir a constituição de patrimônio separado para as emissões de CRA.

Com a permissão da constituição do patrimônio separado as emissões de CRI e de CRA cresceram significativamente passando esses títulos a serem um dos poupares do mercado de capitais brasileiro. No entanto, a restrição da utilização do patrimônio separado somente para as emissões de CRI e de CRA sempre foi questionada pelos demais participantes do mercado. Por essa razão a MP 1.103/22 permitiu a instituição do regime fiduciário para todo e qualquer título de securitização, com o objetivo de fomentar todo o mercado de securitização.

Para Melhim Chalub<sup>80</sup> o regime fiduciário seria uma espécie de garantia fiduciária, pela qual os créditos/direitos que lastreiam os títulos passam a constituir um patrimônio de afetação, destinado a satisfazer os direitos dos investidores.

No que se refere ao patrimônio de afetação Lucas Fajardo Nunes Hildebrand entende que:

*“O patrimônio separado ou especial é aquele que se destaca do patrimônio geral para satisfazer um fim específico que não é o de garantir as necessidades gerais da pessoa. Nota-se que o conceito de patrimônio separado pressupõe, portanto, o de patrimônio geral. Por isso, é necessário explicitar, correndo o risco de ser repetitivo, que, de acordo com as concepções mais atuais, o patrimônio geral de uma pessoa é o conjunto das relações jurídicas de cunho econômico que se destinam a um fim geral que, no mais das vezes, corresponde ao atendimento das necessidades econômicas gerais da pessoa. O fim do patrimônio separado lhe traça a esfera própria, como diz Pontes de Miranda, e a especialidade desse fim faz nascer direitos, ações, pretensões e exceções que não existiam para o titular do patrimônio geral e que com este não se comunicam.”<sup>81</sup>*

Uma vez constituído o regime fiduciário os créditos/direitos vinculados: (i) constituirão patrimônio separado, titularizado pela companhia securitizadora, que não se confunde com o seu patrimônio comum ou com outros patrimônios separados de titularidade da companhia securitizadora decorrentes da constituição de regime fiduciário no âmbito de outras emissões de títulos de securitização; (ii) serão mantidos apartados do patrimônio comum e de outros patrimônios separados da companhia securitizadora até que se complete a amortização integral da emissão a que estejam afetados, admitida para esse fim a dação em pagamento, ou até que sejam preenchidas condições de liberação parcial dispostas no instrumento de securitização, quando aplicáveis; (iii) serão destinados exclusivamente à liquidação dos títulos de securitização a que estiverem afetados e ao pagamento dos custos de administração e de obrigações fiscais correlatas, observados os procedimentos estabelecidos no termo de securitização; (iv) não responderão perante os credores da companhia securitizadora por

---

<sup>80</sup> CHALHUB, Melhim Namem., obra Citada.

<sup>81</sup> HILDEBRAND, Lucas Fajardo Nunes. *Patrimônio, Patrimônio Separado ou Especial, Patrimônio Autônomo*. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coord). *Direito Societário Contemporâneo I*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 273 e 274.

qualquer obrigação; (v) não serão passíveis de constituição de garantias por quaisquer dos credores da companhia securitizadora, por mais privilegiados que sejam; e (vi) somente responderão pelas obrigações inerentes aos títulos de securitização a que estiverem vinculados.

Com a instituição do regime fiduciário as companhias securitizadoras passaram a poder emitir títulos de securitização representando risco de crédito devido pelos devedores dos lastros, conforme seja o caso, não estando o título sujeito ao concurso com nenhum outro credor da emissora securitizadora, ressalvadas algumas exceções expressamente previstas em lei, conforme será melhor explorado a seguir.

Ou seja, institui-se patrimônio separado no próprio balanço patrimonial da companhia emissora, segregando os direitos e obrigações de cada operação de securitização e ainda dos demais passivos de responsabilidade da securitizadora.

Atualmente há uma incerteza em relação à completa segregação patrimonial criada por meio do regime fiduciário. Isso pois o artigo 76 da Medida Provisória nº 2.158-35/2001 estabeleceu que o patrimônio separado não produz efeitos em relação aos débitos de natureza fiscal, previdenciária ou trabalhista, conforme transcrito a seguir:

*“Art. 76. As normas que estabeleçam a afetação ou a separação, a qualquer título, de patrimônio de pessoa física ou jurídica não produzem efeitos em relação aos débitos de natureza fiscal, previdenciária ou trabalhista, em especial quanto às garantias e aos privilégios que lhes são atribuídos.”*

No entanto, a MP 1.103/22, em seu artigo 26, parágrafo quarto, derogou o disposto no artigo 76 da Medida Provisória nº 2.158-35/2001, conforme exposto a seguir

*“Art. 26. Os direitos creditórios, os bens e os direitos objeto do regime fiduciário:*

*(...)*

*§ 4º Os dispositivos desta Medida Provisória que estabelecem a afetação ou a separação, a qualquer título, de patrimônio da companhia securitizadora a emissão específica de Certificados de Recebíveis produzem efeitos em relação a quaisquer outros débitos da companhia securitizadora,*

*inclusive de natureza fiscal, previdenciária ou trabalhista, em especial quanto às garantias e aos privilégios que lhes são atribuídos.”*

Abaixo apresenta-se uma representação bem simplificada dessa situação. Além da demonstração financeira da própria companhia securitizadora, que terá todos os direitos e obrigações da companhia securitizadora, incluindo o próprio patrimônio líquido, a securitizadora elaborará demonstração financeira de cada operação de securitização.

Balço Patrimonial Securitizadora	
Ativo	Passivo
Ativos Gerais da Securitizadora	Passivos Gerais da Securitizadora (inclusive Patrimônio Líquido)
Patrimônio Separado Emissão Título de Securitização 1	
Ativo	Passivo
Créditos/Direitos Vinculados para o Título de Securitização 1, incluindo as garantias outorgadas no âmbito da operação	Obrigações de pagamento oriundas do Título de Securitização 1, incluindo referente às despesas dos prestadores de serviço e de formalização/manutenção das garantias.
Patrimônio Separado Emissão Título de Securitização 2	
Ativo	Passivo
Créditos/Direitos Vinculados para o Título de Securitização 2, incluindo as garantias outorgadas no âmbito da operação	Obrigações de pagamento oriundas do Título de Securitização 2, incluindo referente às despesas dos prestadores de serviço e de formalização/manutenção das garantias.
Patrimônio Separado Emissão Título de Securitização “n”	
Ativo	Passivo
Créditos/Direitos Vinculados para o Título de Securitização “n”, incluindo as garantias outorgadas no âmbito da operação	Obrigações de pagamento oriundas do Título de Securitização “n”, incluindo referente às despesas dos prestadores de serviço e de formalização/manutenção das garantias.

Ou seja, uma das primeiras consequências da instituição do patrimônio separado seria a limitação do exercício pleno dos direitos em relação aos créditos/direitos creditórios pela securitizadora. Nesse sentido, conforme Melhim Chalub<sup>82</sup>: *“Embora os créditos e os direitos reais a eles vinculados continuem figurando no patrimônio da companhia securitizadora, a titularidade da companhia sobre eles, por efeito do regime fiduciário, torna-se nominal, sendo atribuídos aos subscritores dos títulos os direitos sobre o conteúdo econômico daqueles créditos e direitos reais, de modo que as receitas deles provenientes sejam destinadas ao resgate dos títulos.”*

Isso significa que, após a instituição do regime fiduciário, a securitizadora passa a não ter livre disponibilidade dos ativos das operações de securitização, dado que tais créditos/direitos/garantias estão afetados ao adimplemento dos títulos de securitização, ficando a securitizadora, ainda, obrigada a administrar esse patrimônio em benefício dos referidos investidores.

<sup>82</sup> CHALHUB, Melhim Namem., obra citada.



### *Administração do Patrimônio Separado*

Assim, instituído o regime fiduciário, incumbirá à companhia securitizadora administrar cada patrimônio separado, mantendo registros contábeis independentes em relação a cada um deles e elaborar e publicar as respectivas demonstrações financeiras.

A administração do patrimônio separado deve seguir as regras estabelecidas no instrumento de securitização, que disciplinará obrigações a serem observadas pela securitizadora, bem como o grau de liberdade da securitizadora na administração do patrimônio separado.

Por administração entende-se como o ato de administrar ou gerenciar negócios, pessoas ou recursos, com o objetivo de alcançar metas definidas. Ou seja, a partir de determinadas objetivos estabelece-se o conjunto de atos que devem ser tomados pelo administrador. A forma de administrar varia em função de diferentes aspectos e matérias. Para o direito societário, por exemplo, Nelson Eizirik entende que administrar, “seria a prática de todos os atos necessários à realização do objeto social, com finalidade lucrativa, ou seja, visando ao interesse social.”

No caso de administração do patrimônio separado no âmbito de uma emissão de um título de securitização a meta a ser alcançada seria o pagamento regular dos valores aplicados pelos investidores, por meio da administração do patrimônio separado. Ou seja, a companhia securitizadora deve praticar todos os atos necessários para que os investidores venham a receber os valores devidos no âmbito da operação, conforme previsto no instrumento de securitização, incluindo: (a) instituição de procedimentos de acompanhamento e de cobrança administrativa e judicial dos direitos/créditos vinculados; e (b) a gestão dos recursos financeiros que venham a ser depositados na conta do patrimônio separado para posterior pagamento das obrigações constantes do título (tais como, valor principal, juros remuneratórios e demais encargos e despesas estabelecidas no instrumento de securitização).

Ainda sobre a administração do patrimônio separado cabe mencionar novamente Melhim Chalhub que entende que:

*“o patrimônio de afetação assim constituído é formado, de um lado, pelos direitos creditório que lastreiam os títulos emitidos e, de outro lado, pelas*

*obrigações a ele relacionadas, quais sejam as obrigações de pagamento do principal dos títulos e seus respectivos rendimentos, além das despesas de administração e as obrigações tributárias a ele eventualmente imputadas”.*

A companhia securitizadora, na condição de titular de cada patrimônio separado, sem prejuízo de eventuais limitações que venham a ser dispostas expressamente no instrumento de emissão do título de securitização ou na regulamentação editada pela CVM, poderá adotar, em nome próprio e às expensas do patrimônio separado, todas as medidas cabíveis para a sua realização. Na hipótese prevista acima a companhia securitizadora poderá contratar e demitir prestadores de serviços, adotar medidas judiciais ou extrajudiciais relacionadas à arrecadação e à cobrança dos direitos creditórios, à excussão de garantias e à boa gestão do patrimônio separado, observados a finalidade legal do patrimônio separado e as disposições e os procedimentos previstos no instrumento de emissão do título de securitização.

No âmbito da administração do patrimônio separado a securitizadora deve submeter matérias relacionadas ao título de securitização para deliberação dos investidores. Nos termos do artigo 25 da Resolução CVM 60 compete privativamente à assembleia especial de investidores deliberar sobre:

- (i) as demonstrações financeiras do patrimônio separado apresentadas pela companhia securitizadora, acompanhadas do relatório dos auditores independentes, em até 120 (cento e vinte) dias após o término do exercício social a que se referirem;<sup>83</sup>
- (ii) alterações no instrumento de emissão;
- (iii) destituição ou substituição da companhia securitizadora na administração do patrimônio separado;
- (iv) qualquer deliberação pertinente à administração ou liquidação do patrimônio separado, nos casos de insuficiência de recursos para liquidar a emissão ou de decretação de falência ou recuperação judicial ou extrajudicial da companhia securitizadora, podendo deliberar inclusive: a) a realização de aporte de capital por

---

<sup>83</sup> As demonstrações financeiras cujo relatório de auditoria não contiver opinião modificada podem ser consideradas automaticamente aprovadas caso a assembleia especial de investidores correspondente não seja instalada em virtude do não comparecimento de investidores.

parte dos investidores; b) a dação em pagamento aos investidores dos valores integrantes do patrimônio separado; c) o leilão dos ativos componentes do patrimônio separado; ou d) a transferência da administração do patrimônio separado para outra companhia securitizadora ou para o agente fiduciário, se for o caso; e

(v) outras matérias que venham a ser previstas no instrumento de emissão.

O instrumento de emissão pode ser alterado independentemente de deliberação da assembleia especial de investidores sempre que tal alteração: (i) decorrer exclusivamente da necessidade de atendimento a exigências expressas da CVM, de adequação a normas legais ou regulamentares, bem como de demandas das entidades administradoras de mercados organizados ou de entidades autorreguladoras; (ii) decorrer da substituição de direitos creditórios pela companhia securitizadora; (iii) decorrer da revolvência, quando assim permitido pela legislação; (iv) for necessária em virtude da atualização dos dados cadastrais da emissora ou dos prestadores de serviços; (v) envolver redução da remuneração dos prestadores de serviço descritos no instrumento de emissão; e (vi) decorrer de correção de erro formal e desde que a alteração não acarrete qualquer alteração na remuneração, no fluxo de pagamentos e nas garantias dos títulos de securitização emitidos.

A convocação da assembleia especial de investidores deve ser encaminhada pela companhia securitizadora a cada investidor e disponibilizada na página que contém as informações do patrimônio separado na rede mundial de computadores.

A convocação da assembleia especial de investidores deve ser feita com 20 (vinte) dias de antecedência, no mínimo, da data de sua realização, constando, no mínimo: (i) dia, hora e local em que será realizada a assembleia, sem prejuízo da possibilidade de a assembleia ser realizada parcial ou exclusivamente de modo digital; (ii) ordem do dia contendo todas as matérias a serem deliberadas, não se admitindo que sob a rubrica de assuntos gerais haja matérias que dependam de deliberação da assembleia; e (iii) indicação da página na rede mundial de computadores em que o investidor pode acessar os documentos pertinentes à ordem do dia que sejam necessários para debate e deliberação da assembleia.

Caso o investidor possa participar da assembleia à distância, por meio de sistema eletrônico, a convocação deve conter informações detalhando as regras e os procedimentos

sobre como os investidores podem participar e votar à distância na assembleia, incluindo informações necessárias e suficientes para acesso e utilização do sistema pelos investidores, assim como se a assembleia será realizada parcial ou exclusivamente de modo digital, nos termos da regulamentação da CVM.

A assembleia especial de investidores pode ser convocada por iniciativa própria da companhia securitizadora, do agente fiduciário ou mediante solicitação de investidores que detenham, no mínimo, 5% (cinco por cento) do patrimônio separado ou da parcela da classe de títulos de securitização em específico que estiver sendo convocada, se for o caso.<sup>84</sup>

A assembleia especial de investidores se instala com a presença de qualquer número de investidores, sendo que a presença da totalidade dos investidores supre a falta de convocação para fins de instalação da assembleia especial de investidores.

A assembleia especial de investidores pode ser realizada: (i) de modo exclusivamente digital, caso os investidores somente possam participar e votar por meio de comunicação escrita ou sistema eletrônico; ou (ii) de modo parcialmente digital, caso os investidores possam participar e votar tanto presencialmente quanto a distância por meio de comunicação escrita ou sistema eletrônico. No caso de utilização de meio eletrônico, a companhia securitizadora deve adotar meios para garantir a autenticidade e a segurança na transmissão de informações, particularmente os votos que devem ser proferidos por meio de assinatura eletrônica ou outros meios igualmente eficazes para assegurar a identificação do investidor. Os investidores podem votar por meio de comunicação escrita ou eletrônica, desde que recebida pela companhia securitizadora antes do início da assembleia.

As deliberações da assembleia especial de investidores são tomadas por maioria de votos dos presentes, salvo se previsto de forma contrária no instrumento de emissão. Para os efeitos de cômputo de quórum e de manifestação de voto, a cada investidor cabe a quantidade de votos representativa de sua participação no patrimônio separado. Na hipótese de a emissão contar com mais de uma classe de títulos de securitização, o instrumento de emissão pode dispor

---

<sup>84</sup> Quando a convocação não for realizada pela própria Securitizadora A convocação deve ser dirigida à companhia securitizadora, que deve, no prazo máximo de 30 (trinta) dias contado do recebimento, convocar a assembleia especial de investidores às expensas dos requerentes, salvo se a assembleia assim convocada deliberar em contrário.

sobre a existência de direitos políticos especiais e o exercício do direito de voto na assembleia em relação a cada classe em separado. O instrumento de emissão pode estabelecer quórum para as deliberações da assembleia especial de investidores distinto da maioria simples prevista no caput, para cada matéria que especificar. O quórum de deliberação requerido para a substituição da companhia securitizadora na administração do patrimônio separado não pode ser superior a títulos de securitização representativos de mais de 50% (cinquenta por cento) do patrimônio separado. O instrumento de emissão pode dispor sobre a possibilidade de as deliberações da assembleia serem adotadas mediante processo de consulta formal, sem necessidade de reunião dos investidores, observado que nesse caso deve ser concedido aos investidores prazo mínimo de 10 (dez) dias para manifestação.

Somente podem votar na assembleia especial os investidores detentores de títulos de securitização na data da convocação da assembleia, seus representantes legais ou procuradores legalmente constituídos há menos de 1 (um) ano.

Não podem votar na assembleia especial de investidores: (i) os prestadores de serviços à operação de securitização, o que inclui a companhia securitizadora; (ii) os sócios, diretores e funcionários do prestador de serviço; (iii) empresas ligadas ao prestador de serviço, seus sócios, diretores e funcionários; e (iv) qualquer investidor que tenha interesse conflitante com os interesses do patrimônio em separado no tocante à matéria em deliberação.

Não se aplica a vedação prevista ao direito de voto estabelecido acima quando: (i) os únicos investidores forem as pessoas mencionadas nos incisos do caput; ou (ii) houver aquiescência expressa da maioria dos demais investidores presentes à assembleia, manifestada na própria assembleia ou em instrumento de procuração que se refira especificamente à assembleia em que se dará a permissão de voto.

#### *Forma de Constituição do Patrimônio Separado*

O regime fiduciário será instituído mediante declaração unilateral da companhia securitizadora ao firmar o instrumento de securitização, que, além de outras condições, deverá submeter-se às seguintes condições: (i) a constituição do regime fiduciário sobre os direitos creditórios e os demais bens e direitos que lastreiam a emissão; (ii) a constituição de patrimônio separado, constituído pela totalidade dos direitos creditórios e dos demais bens e direitos referidos no inciso (i)

acima; (iii) a nomeação de agente fiduciário, quando se tratar de emissões públicas, que seja instituição financeira ou entidade autorizada para esse fim pelo BACEN, para atuar em nome e no interesse dos titulares dos títulos de securitização, acompanhada da indicação de seus deveres, suas responsabilidades e sua remuneração, das hipóteses, das condições e da forma de sua destituição ou substituição e das demais condições de sua atuação, observada a regulamentação aplicável; e (iv) - a forma de liquidação do patrimônio separado, inclusive mediante dação em pagamento dos direitos creditórios, bens e direitos referidos no inciso (i).

A nomeação de um agente fiduciário é obrigatória para a constituição do patrimônio separado, conforme artigo<sup>85</sup>. Caso venha a ser nomeado o agente fiduciário aplicar-se-ão as regras aplicáveis ao agente fiduciário de debêntures, tais como aquelas previstas nos artigos 66 da Lei 6.404/76, por força do parágrafo terceiro do artigo 28 da MP 1.103/22, e na Resolução 17, de 09 de fevereiro de 2021. Apesar da expressa previsão legal exigindo a participação de um agente fiduciário questiona-se essa obrigatoriedade em função da peculiaridade da operação de securitização em virtude de a Securitizadora também apresentar natureza de agente fiduciário, como por exemplo o de receber e administrar as garantias. Apesar disso a função do agente fiduciário no âmbito de uma emissão de CRI ou de CRA se justifica na medida em que atua como um fiscalizador da atuação da Securitizadora em especial em relação à administração do patrimônio separado.

Adicionalmente, além da declaração da própria securitizadora acerca da constituição do patrimônio separado, existe uma formalização adicional a ser realizada, referente ao registro do instrumento de securitização em entidade autorizada pelo BACEN ou pela CVM a exercer a atividade de registro ou depósito centralizado de ativos financeiros e de valores mobiliários, nos termos do disposto na Lei nº 12.810/13.

Antes da edição da MP 1.103/22 existia uma diferenciação para a constituição do patrimônio separado. Para as emissões de CRI, por exemplo, o patrimônio separado era constituído mediante a custódia do termo de securitização dos créditos imobiliários na instituição custodiante da operação,

---

<sup>85</sup> “Art. 10. O regime fiduciário será instituído mediante declaração unilateral da companhia securitizadora no contexto do Termo de Securitização de Créditos, que, além de conter os elementos de que trata o art. 8º, submeter-se-á às seguintes condições: I - a constituição do regime fiduciário sobre os créditos que lastreiem a emissão; II - a constituição de patrimônio separado, integrado pela totalidade dos créditos submetidos ao regime fiduciário que lastreiem a emissão; III - a afetação dos créditos como lastro da emissão da respectiva série de títulos; IV - a nomeação do agente fiduciário, com a definição de seus deveres, responsabilidades e remuneração, bem como as hipóteses, condições e forma de sua destituição ou substituição e as demais condições de sua atuação; V - a forma de liquidação do patrimônio separado.”

nos termos do artigo 23, parágrafo único da Lei nº 10.931/04<sup>86</sup>, quando se tratar de CRI com lastro em CCI, ou mediante a averbação do termo de securitização de créditos imobiliários na matrícula dos respectivos imóveis, nos termos do revogado artigo 10, parágrafo único da Lei nº 9.514/97<sup>87</sup>, nos demais casos.

No CRA não existia regra específica acerca da constituição do patrimônio separado. Em função disso, a constituição do patrimônio separado era feita por analogia à forma de constituição do patrimônio separado dos CRI com lastro em CCI, por meio do depósito do termo de securitização de direitos creditórios do agronegócio em uma instituição custodiante devidamente habilitada para essa atividade.<sup>88</sup>

### *Substituição da Securitizadora da Administração do Patrimônio Separado*

A destituição e substituição da companhia securitizadora da administração do patrimônio separado pode ocorrer nas seguintes situações: (i) insuficiência dos bens do patrimônio separado para liquidar a emissão de títulos de securitização; (ii) decretação de falência ou recuperação judicial ou extrajudicial da companhia securitizadora; (iii) nos casos expressamente previstos no instrumento de emissão original, que podem ser de aplicação automática ou sujeitos à deliberação da assembleia geral de investidores, nos termos do instrumento de emissão; ou (iv) em qualquer outra hipótese deliberada pela assembleia especial de investidores, desde que conte com a concordância da companhia securitizadora.

Na hipótese prevista no inciso (i), cabe ao agente fiduciário convocar assembleia especial de investidores para deliberar sobre a administração ou liquidação do patrimônio separado. Na hipótese prevista no inciso (ii), cabe ao agente fiduciário assumir imediatamente a custódia e a administração

---

<sup>86</sup> “Art. 23. A CCI, objeto de securitização nos termos da Lei no 9.514, de 20 de novembro de 1997, será identificada no respectivo Termo de Securitização de Créditos, mediante indicação do seu valor, número, série e instituição custodiante, dispensada a enunciação das informações já constantes da Cédula ou do seu registro na instituição custodiante. Parágrafo único. O regime fiduciário de que trata a Seção VI do Capítulo I da Lei no 9.514, de 1997, no caso de emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários lastreados em créditos representados por CCI, será registrado na instituição custodiante, mencionando o patrimônio separado a que estão afetados, não se aplicando o disposto no parágrafo único do art. 10 da mencionada Lei.”

<sup>87</sup> “Art. 10. O regime fiduciário será instituído mediante declaração unilateral da companhia securitizadora no contexto do Termo de Securitização de Créditos, que, além de conter os elementos de que trata o art. 8º, submeter-se-á às seguintes condições: Parágrafo único. O Termo de Securitização de Créditos, em que seja instituído o regime fiduciário, será averbado nos Registros de Imóveis em que estejam matriculados os respectivos imóveis.”

<sup>88</sup> Cabe ressaltar que esse entendimento era corroborado pela B3 que, em qualquer tipo de oferta de CRA, solicita a declaração de custódia do respectivo termo de securitização dos direitos creditórios do agronegócio.

do patrimônio separado e, em até 15 (quinze) dias, convocar assembleia especial de investidores para deliberar sobre a substituição da companhia securitizadora ou liquidação do patrimônio separado.

### *Extinção e Liquidação do Patrimônio Separado*

O regime fiduciário será extinto quando da implementação das condições que venham a ser estabelecidas no termo de securitização, as quais incluem, por óbvio, o adimplemento dos créditos imobiliários ou dos créditos/direitos creditórios pelos devedores com o consequente pagamento dos investidores dos títulos de securitização.

Adicionalmente, a insuficiência dos ativos integrantes do patrimônio separado para a satisfação integral dos títulos de securitização correlatos não dará causa à declaração de sua falência. Nesse caso, caberá à companhia securitizadora, ou ao agente fiduciário, caso a securitizadora não o faça, convocar assembleia geral dos beneficiários para deliberar sobre as normas de administração ou liquidação do patrimônio separado. A referida assembleia geral estará legitimada a adotar qualquer medida pertinente à administração ou à liquidação do patrimônio separado, inclusive a transferência dos bens e direitos dele integrantes para o agente fiduciário, para outra companhia securitizadora ou para terceiro que seja escolhido pelos titulares dos títulos de securitização em assembleia geral, a forma de liquidação do patrimônio e a nomeação do liquidante.

Outra forma de extinção do patrimônio separado decorre da dação em pagamento dos créditos/direitos vinculados como forma de adimplemento dos títulos de securitização.

Uma vez extinto o regime fiduciário, a titularidade sobre os créditos imobiliários ou sobre os direitos creditórios, conforme seja o caso, retornará para a companhia securitizadora, nos termos do artigo 31, parágrafos primeiro e segundo, transcritos a seguir:

*“Art. 31. O regime fiduciário de que trata esta Seção será extinto pelo implemento das condições a que esteja submetido, em conformidade com o termo de securitização, ou nas hipóteses de resgate dos Certificados de Recebíveis mediante a dação em pagamento dos bens e direitos integrantes do patrimônio separado aos titulares dos Certificados de Recebíveis, em conformidade com o disposto nesta Medida Provisória.*”



*§ 1º O agente fiduciário, uma vez resgatados integralmente os Certificados de Recebíveis e extinto o regime fiduciário, deverá fornecer à companhia securitizadora, no prazo de três dias úteis, contado da data do resgate, termo de quitação, que servirá para baixa do registro do regime fiduciário junto à entidade de que trata o caput do art. 17.*

*§ 2º A baixa de que trata o § 1º importará a reintegração ao patrimônio comum da companhia securitizadora dos ativos que sobejarem.”*

Ressalta-se, inclusive, que esse entendimento encontra-se amparo na doutrina especializada. Conforme Melhim Chalub<sup>89</sup>, “*uma vez resgatados os títulos e pagas as obrigações correspondentes ao patrimônio de afetação respectivo, o que sobejar será reincorporado ao patrimônio geral da companhia securitizadora*”.

#### **II.4. Regulamentação Atual das Securitizadoras**

A importância dos normativos específicos para disciplinar o funcionamento das companhias securitizadoras decorria inicialmente da necessidade de estimular as emissões de CRA e de CRI tendo em vista que a simples criação de uma sociedade anônima de propósito específico não seria suficiente para estimular o mercado de securitização.

Desde a regulamentação das securitizadoras como uma companhia aberta havia um reconhecimento acerca da inadequação das regras aplicáveis para as companhias abertas para regular as securitizadoras. Isso pois as securitizadoras cada vez mais se assemelhavam a prestadores de serviços<sup>90</sup>. Por essa razão a Instrução CVM nº 480/09 tinha gradativamente

---

<sup>89</sup> CHALHUB, Melhim Namem., obra citada.

<sup>90</sup> A seguir a posição da CVM quando do lançamento da audiência pública reconhecendo a importância da nova regulamentação e a inadequação das regras aplicáveis para as companhias abertas: “*As companhias securitizadoras são regidas atualmente como emissoras no âmbito da normatização que dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos a negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários - Instrução CVM nº 480. Entretanto, a incidência, sobre as companhias securitizadoras, do mesmo arcabouço normativo aplicável às demais companhias abertas, faz com que os comandos presentes na citada norma, mais geral e abrangente, nem sempre sejam os mais adequados ou customizados para a realidade específica das companhias securitizadoras. Complementarmente, há algumas outras normas que tratam da regulamentação de valores mobiliários oriundos de operações de securitização ou das companhias securitizadoras, como as Instruções CVM 414, que trata das companhias securitizadoras de créditos imobiliários e de oferta pública de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI e 600, que dispõe sobre o regime dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio objeto de oferta pública de distribuição. Tais normas, entretanto, possuem maior enfoque nos*

estabelecido regras específicas para regulamentar as companhias securitizadoras, tais como a obrigação de apresentação de demonstrações financeiras e informações separadas por patrimônio separado.

A instituição de um regramento mais adequado para as companhias securitizadoras decorria também da preocupação da CVM em relação aos serviços prestados no mercado de securitização. Essa preocupação da CVM decorria em grande parte em função de um estudo realizado pela Fitch Rating (uma das maiores agências de classificação de risco do mundo), denominado “*Securitizadoras Brasileiras - Limitações de Novos Negócios e Riscos de Continuidade*”, que concluiu o seguinte:

*“Mercado de Securitização é Muito Concentrado: O mercado brasileiro de securitização é bastante concentrado: apenas três companhias realizam aproximadamente 60% das emissões de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) no país, apesar do elevado número de securitizadoras existentes. Em 2015, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) registrava cerca de trinta, que atuavam na estruturação e na gestão fiduciária de créditos lastreados por emissões de CRIs ou Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRAs). **Altos Riscos Operacionais:** A Fitch Ratings entende que, na ausência de recursos para investir em pessoal e sistemas de controle e monitoramento, os riscos operacionais inerentes a algumas emissões de CRIs e CRAs podem crescer, traduzindo-se em perdas operacionais. Assim, entender o controle acionário das securitizadoras — e a capacidade de os controladores aportarem recursos — é fundamental. **Baixa Lucratividade:** Algumas empresas de securitização podem não estar precificando custos operacionais de acordo com sua lucratividade, o que é prejudicial ao setor. Dadas as atuais volatilidade e qualidade dos ativos disponíveis, acreditamos que as receitas dessas companhias talvez não sejam suficientes para cobrir*

---

*produtos que regulamentam do que na própria emissora, a companhia securitizadora. Adicionalmente, da experiência acumulada pela CVM na supervisão de tais companhias securitizadoras, a Autarquia depreendeu que questões inerentes a outros prestadores de serviços por ela supervisionados no âmbito do mercado de valores mobiliários se estendem e se aplicam, com certas adaptações, também às companhias securitizadoras e suas atividades, ainda que se reconheça a natureza precípua de emissor de tais companhias.”*

*suas elevadas despesas operacionais. Muitas securitizadoras atuam somente como prestadoras de serviço e não carregam recebíveis em seus balanços financeiros, resultando em baixo risco de crédito para as securitizadoras, o que consideramos prudente. Fatia de Mercado a Qualquer Custo: O mercado de securitização no Brasil tem sido marcado por elevada concorrência, e as emissões de CRIs normalmente envolvem prazos longos. As securitizadoras precisam, então, manter estruturas que envolvem alguns custos fixos para monitorar e controlar as emissões adequadamente — o que exige uma receita recorrente mínima. Dado o baixo volume de emissões de CRIs, que caiu 47% em 2015, as margens operacionais de várias empresas têm se reduzido. Ambiente Regulatório em Desenvolvimento: As securitizadoras não são consideradas instituições financeiras e, portanto, não estão sujeitas à regulação e à supervisão do Banco Central. Assim, regras relativas a limites de alavancagem ou capital mínimo não são impostas ao setor — o que torna o controle de entrantes e a supervisão de quem já atua mais fracos do que os do setor bancário. A Fitch considera essencial um interesse dos reguladores em aumentar seu envolvimento no mercado securitizador, definindo regras claras.” (grifos do autor)*

O desafio dessa regulamentação da CVM decorre das peculiaridades das companhias securitizadoras. Além de serem emissoras de valores mobiliários as securitizadoras prestam serviço que por vezes se assemelham às administradoras de fundos de investimentos e por vezes se assemelham aos agentes fiduciários.

Por exemplo, da mesma forma do que ocorre com as administradoras de fundos de investimentos, as securitizadoras também são responsáveis por administrar determinado patrimônio, sendo as primeiras administradoras do patrimônio dos fundos de investimento e as securitizadoras administradoras dos patrimônios separados. A administração desses patrimônios segue regras pré-estabelecidas na legislação e em respectivo documento acordado pelas partes, sendo para os administradores fiduciários os regulamentos dos fundos de investimentos e para as securitizadoras os documentos que formalizam as emissões dos títulos de securitização. Adicionalmente, os fundos de investimentos, representados pelo seu administrador, emitem quotas que são distribuídas no mercado

de capitais brasileiro, da mesma forma que as securitizadoras emitem títulos de securitização para os investidores.

De outra forma as securitizadoras nas operações de securitização, na maioria dos casos, são as beneficiárias das garantias outorgadas na operação, da mesma forma que os agentes fiduciários se tornam beneficiários das garantias de emissões de debêntures ofertadas publicamente. Ao receber essas garantias ambos se tornam responsáveis pela gestão da garantia e pela cobrança dos créditos devidos, no caso do inadimplemento dos títulos.

Após longa audiência pública a CVM editou a Resolução CVM 60 regulamentando, entre outras, a constituição, registro e governança das companhias securitizadoras.

Em relação ao registro as securitizadoras podem escolher dentre uma das seguintes categorias: (i) S1, a qual permite a emissão pública de títulos de securitização exclusivamente com a instituição de regime fiduciário; ou (ii) S2, a qual permite a emissão pública de títulos de securitização com ou sem instituição de regime fiduciário.<sup>919293</sup>

Em relação à governança a companhia securitizadora que pleiteie registro nas categorias S1 ou S2 deve: (i) atribuir a responsabilidade pelas atividades de securitização a um diretor estatutário,

---

<sup>91</sup> O pedido de registro de companhia securitizadora deve ser encaminhado à Superintendência de Supervisão de Securitização – SSE: (i) no caso de pedido de registro para a categoria S1, instruído com os documentos identificados no art. 1º do Suplemento B da Resolução CVM 60; e (ii) no caso de pedido de registro para a categoria S2, instruído com os documentos identificados no art. 2º do Suplemento B da Resolução CVM 60.

<sup>92</sup> O registro na CVM não é requerido da sociedade de propósito específico (“SPE”) que seja subsidiária integral de companhia securitizadora registrada na categoria S2, desde que a SPE: (i) atue em segmento sem previsão legal de instituição do regime fiduciário; (ii) tenha somente uma emissão em circulação; e (iii) tenha os mesmos diretores da companhia securitizadora.

<sup>93</sup> A SSE tem até 10 (dez) dias para indicar ao participante a ausência de algum documento previsto no Suplemento B da Resolução CVM 60. Após o recebimento de todos os documentos necessários à concessão do registro, a SSE tem 60 (sessenta) dias para analisar o pedido, contados da data do protocolo do último documento que complete a instrução do pedido de registro, observado que serão desconsideradas minutas e quaisquer outros documentos que contenham lacunas cujo preenchimento, a critério da SSE, seja relevante para a análise do pedido. O prazo acima pode ser suspenso uma vez, se houver necessidade de informações ou documentos para a complementação da instrução do pedido de registro, conforme solicitação da SSE. A requerente tem 20 (vinte) dias para cumprir as exigências formuladas pela SSE. O prazo para o cumprimento das exigências pode ser prorrogado, uma única vez, por 10 (dez) dias, mediante pedido prévio e fundamentado formulado pela requerente à SSE. A SSE deve se manifestar a respeito do atendimento das exigências e do deferimento do pedido de registro no prazo remanescente para o término da análise, conforme previsto no caput. Na hipótese de ocorrência de fato novo durante a instrução do processo, pode ser admitida nova suspensão do prazo referido no caput pela SSE, que deve enviar ofício à requerente, com a solicitação dos esclarecimentos e documentos necessários. No prazo de 10 (dez) dias contado do recebimento do ofício mencionado anteriormente, a requerente deve cumprir a referida solicitação. A SSE deve então se manifestar a respeito do atendimento das exigências e do deferimento do pedido de registro no prazo remanescente para o término da análise, conforme previsto no caput. A inobservância dos prazos mencionados acima pelos interessados implica indeferimento automático do pedido de registro.

denominado diretor de operações<sup>94</sup>; e (ii) atribuir a responsabilidade pelo cumprimento de regras, políticas, procedimentos e controles internos da Resolução CVM 60 a um diretor estatutário, denominado diretor de compliance<sup>95</sup>. Adicionalmente, a companhia securitizadora que atue na distribuição de títulos de securitização de sua emissão, deve atribuir a responsabilidade pela distribuição a um diretor estatutário, denominado diretor de distribuição, que pode ser a mesma pessoa do diretor de operações.

Os diretores indicados na companhia Securitizadora devem observar determinadas restrições. Por exemplo, o diretor de compliance, previsto no inciso (ii) acima, não pode: (i) acumular tal posição com aquelas de que tratam o diretor de operações e/ou o diretor de distribuição; (ii) atuar em qualquer atividade que limite sua independência, na companhia securitizadora, ou fora dela.

A companhia securitizadora deve desenvolver e implementar regras, procedimentos e controles internos, por escrito, que devem: (i) garantir o permanente atendimento às normas, políticas e regulamentações vigentes e aos padrões ético e profissional; e (ii) ser efetivos e consistentes com a natureza, complexidade e risco das operações realizadas.

A companhia securitizadora deve estabelecer mecanismos para: (i) assegurar o controle de informações confidenciais a que tenham acesso seus administradores, empregados e colaboradores; (ii) assegurar a existência de testes periódicos de segurança para os sistemas de informações, em especial para os mantidos em meio eletrônico; (iii) implantar e manter programa de treinamento de administradores, empregados e colaboradores que tenham acesso a informações confidenciais ou participem de processo de distribuição de certificados e títulos de securitização; e (iv) implantar e manter planos de contingência e continuidade de negócios.

---

<sup>94</sup> O diretor responsável pelas atividades de securitização é responsável pela prestação de todas as informações exigidas pela regulamentação do mercado de valores mobiliários. Sempre que uma companhia securitizadora em situação especial tiver seus administradores substituídos por um liquidante, administrador judicial, gestor judicial, interventor ou figura semelhante, essa pessoa é equiparada ao diretor responsável pelas atividades de securitização, para todos os fins previstos na regulamentação do mercado de valores mobiliários.

<sup>95</sup> O diretor de compliance, responsável pela implementação e cumprimento de regras, políticas, procedimentos e controles internos e da Resolução CVM 60 deve encaminhar aos órgãos de administração da companhia securitizadora, até o último dia útil do mês de abril de cada ano, relatório relativo ao ano civil imediatamente anterior à data de entrega, contendo: (i) as conclusões dos exames efetuados; (ii) as recomendações a respeito de eventuais deficiências, com o estabelecimento de cronogramas de saneamento, quando for o caso; e (iii) a manifestação do diretor responsável pelas atividades de securitização a respeito das deficiências encontradas em verificações anteriores e das medidas planejadas, de acordo com cronograma específico, ou efetivamente adotadas para saná-las. O relatório da companhia securitizadora deve alcançar todas as suas subsidiárias integrais da securitizadora, permanecendo ainda disponível para a CVM na sede da companhia securitizadora.

A companhia securitizadora deve manter suas atividades de securitização segregadas das atividades exercidas pelas demais pessoas jurídicas do seu grupo econômico com as quais haja potencial conflito de interesses, sem prejuízo da possibilidade de compartilhamento de recursos.

## **II.5. Responsabilidade das Securitizadoras**

A securitizadora no âmbito das suas atividades é responsável pela: (a) origem e autenticidade dos direitos creditórios vinculados às suas emissões; (b) administração do patrimônio separado de cada uma das operações, conforme legislação aplicável e conforme regras estabelecidas no instrumento de securitização, e, ainda, (c) devem seguir com as responsabilidades estabelecidas nos normativos editados pela CVM, inclusive a Resolução CVM 60.

Inicialmente ressalta-se que a securitizadora poderá vir a responsabilizada em caso de administração temerária ou desvio de finalidade, conforme estabelecido no artigo 27, parágrafo único, da MP 1.103/22, transcrito a seguir:

*“Art. 27. Instituído o regime fiduciário, caberá à companhia securitizadora administrar cada patrimônio separado, manter registros contábeis independentes em relação a cada um deles e elaborar e publicar as demonstrações financeiras.*

*Parágrafo único. O patrimônio próprio da companhia securitizadora responderá pelos prejuízos que esta causar por descumprimento de disposição legal ou regulamentar, por negligência ou por administração temerária ou, ainda, por desvio da finalidade do patrimônio separado.”*

A companhia securitizadora deve: (i) exercer suas atividades com boa fé, transparência, diligência e lealdade em relação aos seus investidores; (ii) evitar práticas que possam ferir a relação fiduciária mantida com os investidores; (iii) cumprir fielmente as obrigações previstas nos instrumentos de emissão dos títulos de securitização; (iv) manter atualizada, em perfeita ordem e à disposição dos investidores, na forma e prazos estabelecidos nos respectivos instrumentos de cada emissão, em suas regras internas e na regulação, toda a documentação

relativa às suas emissões; (v) informar à CVM sempre que verifique, no exercício das suas atribuições, a ocorrência ou indícios de violação da legislação que incumbe à CVM fiscalizar, no prazo máximo de 10 (dez) dias úteis da ocorrência ou identificação; (vi) no caso de títulos de securitização admitidos à negociação em mercados organizados, estabelecer política relacionada à negociação por parte de administradores, empregados, colaboradores, sócios controladores e pela própria companhia; (vii) cooperar com o agente fiduciário e fornecer os documentos e informações por ele solicitados para fins de cumprimento de seus deveres e atribuições, conforme regulamentação específica e consoante os termos do instrumento de emissão; (viii) zelar pela existência e integridade dos ativos e instrumentos que compõem o patrimônio separado, inclusive quando custodiados, depositados ou registrados em terceiros; e (ix) quando da aquisição dos direitos creditórios que servirão de lastro à operação de securitização, verificar se o montante atribuído a algum devedor representa parcela igual ou superior a 20% (vinte por cento) do valor total do lastro e, caso positivo, diligenciar para aferir sua situação fiscal.

A companhia securitizadora também deve observadas determinadas vedações, como: (i)<sup>96</sup> adquirir direitos creditórios ou subscrever títulos de dívida originados ou emitidos, direta ou indiretamente, por partes a ela relacionadas, com o propósito de lastrear suas emissões, salvo quando: a) os títulos de securitização sejam de colocação exclusiva junto a investidores qualificados; b) os títulos de securitização sejam de colocação exclusiva junto a sociedades que integram o grupo econômico da companhia securitizadora; c) as partes relacionadas sejam instituições financeiras e a cessão observar os normativos do CMN e do BACEN; d) houver a prática de warehousing; ou e) houver gestão da inadimplência da carteira de direitos creditórios do patrimônio separado por meio de operação de cessão a partes relacionadas de direitos creditórios inadimplidos em troca de novos direitos creditórios aderentes aos critérios de elegibilidade e demais termos e condições estabelecidos no instrumento de emissão, desde que a operação seja necessária para que os investidores recebam a remuneração prevista no instrumento de emissão; (ii) prestar garantias em benefício próprio ou de outro patrimônio separado, utilizando os bens ou direitos sob regime fiduciário; (iii) receber recursos provenientes dos ativos vinculados em conta corrente ou de pagamento não vinculada à

---

<sup>96</sup> Nessas hipóteses os investidores devem ser adequadamente informados, inclusive mediante disposições expressas no instrumento de emissão sobre: (i) a existência e extensão do potencial conflito de interesses; (ii) as medidas adotadas pela companhia securitizadora para mitigação do potencial conflito de interesses em questão; e (iii) os fatores de risco decorrentes do potencial conflito de interesses em questão.

emissão; (iv) adiantar rendas futuras aos investidores, sem prejuízo da possibilidade de resgate antecipado, amortização extraordinária, ou outra forma de liquidação adiantada, desde que prevista no instrumento de emissão ou aprovada em assembleia especial de investidores; (v) aplicar no exterior os recursos captados com a emissão; (vi) contrair ou efetuar empréstimos em nome dos patrimônios separados que administre; e (vii) negligenciar, em qualquer circunstância, a defesa dos direitos e interesses dos titulares dos títulos de securitização por ela emitidos.

A companhia securitizadora é responsável pelas atividades de monitoramento, controle, processamento e liquidação dos ativos e garantias vinculados à operação de securitização. A companhia securitizadora pode contratar prestadores de serviços para as atividades descritas no caput, sem se eximir de suas responsabilidades. Incluem-se entre as obrigações da companhia securitizadora: (i) diligenciar para que sejam mantidos atualizados e em perfeita ordem: (a) controles de presenças e das atas de assembleia especial dos investidores; (b) os relatórios dos auditores independentes sobre as suas demonstrações financeiras e sobre os seus patrimônios separados; (c) os registros contábeis referentes às operações realizadas e vinculadas à emissão; e (d) cópia da documentação relativa às operações vinculadas à emissão; (ii) pagar, às suas expensas, eventuais multas cominatórias impostas pela CVM; (iii) manter os direitos creditórios e demais ativos vinculados à emissão: (a) registrados em entidade registradora; ou (b) custodiados em entidade de custódia autorizada ao exercício da atividade pela CVM; (iv) elaborar e divulgar as informações previstas na Resolução CVM 60; (v) convocar e realizar a assembleia especial de investidores, assim como cumprir suas deliberações; (vi) observar a regra de rodízio dos auditores independentes da companhia securitizadora, assim como para os patrimônios separados, conforme disposto na regulamentação específica; (vii) cumprir e fazer cumprir todas as disposições do instrumento de emissão; e (viii) adotar os procedimentos necessários para a execução das garantias envolvidas, quando for o caso.

Na hipótese de serem necessários recursos adicionais para implementar medidas requeridas para que os investidores sejam remunerados e o patrimônio separado não possua recursos suficientes em caixa para adotá-las, pode haver, se prevista no instrumento de emissão ou após deliberação da assembleia especial de investidores, a emissão de nova série de títulos de securitização da mesma emissão, com a finalidade específica de captação dos recursos que sejam necessários à execução das medidas requeridas. Nessa hipótese os recursos captados



estão sujeitos ao regime fiduciário, se constituído, e devem integrar o patrimônio separado, devendo ser utilizados exclusivamente para viabilizar a remuneração dos investidores.

A companhia securitizadora deve adotar diligências para verificar se os prestadores de serviços contratados para si ou em benefício do patrimônio separado possuem: (i) recursos humanos, tecnológicos e estrutura adequados e suficientes para prestar os serviços contratados; (ii) quando se tratar de custodiante ou de entidade registradora, sistemas de liquidação, validação, controle, conciliação e monitoramento de informações que assegurem um tratamento adequado, consistente e seguro para os direitos creditórios nele custodiados ou registrados; e (iii) regras, procedimentos e controles internos adequados à operação de securitização.

As companhias securitizadoras devem fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados que não sejam entes regulados pela CVM, sendo responsáveis perante a CVM pelas condutas de tais prestadores de serviços no âmbito da operação de securitização.

## **II.6. Distribuição de Valores Mobiliários pelas Securitizadoras**

Em regra as ofertas públicas de CRA e de CRI devem ser intermediadas por instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, conforme definido no artigo 15 da Lei nº 6.385/76<sup>97</sup>.

No entanto, a companhia securitizadora pode atuar na distribuição de títulos de securitização de sua própria emissão, sem a contratação de instituição intermediária até o valor de R\$ 120.000.000,00 (cento e vinte milhões de reais), observado, cumulativamente, que: (i) atenda às seguintes normas específicas da CVM: (a) normas de cadastro de clientes, de conduta e de pagamento e recebimento de valores aplicáveis à intermediação de operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários; (b) normas que

---

<sup>97</sup> “Art. 15. O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende: I - as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários: a) como agentes da companhia emissora; b) por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para a colocar no mercado; II - as sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender por conta própria; III - as sociedades e os agentes autônomos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários, em bolsas de valores ou no mercado de balcão; IV - as bolsas de valores. V - entidades de mercado de balcão organizado. VI - as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários. VI - as corretoras de mercadorias, os operadores especiais e as Bolsas de Mercadorias e Futuros; e VII - as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários.”

dispõem sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente; (c) normas que dispõem sobre a identificação, o cadastro, o registro, as operações, a comunicação, os limites e a responsabilidade administrativa referentes aos crimes de “lavagem” ou ocultação de bens, direitos e valores; (ii) indique um diretor de distribuição responsável pela distribuição e pelo cumprimento das normas de que tratam as alíneas “a” e “b” acima; e (iii) indique um diretor responsável pelo cumprimento das normas de que trata a alínea “c”, que pode ser o diretor de compliance.

A caracterização da distribuição como oferta pública ou privada visa a estabelecer a necessidade da proteção aos investidores, assegurando-lhes um nível adequado de informações sobre o emitente e sobre o valor mobiliário ofertado.

O conceito de oferta pública leva em conta o meio pelo qual o ofertante irá efetivar a oferta. Nos termos da Lei nº 6.385/76 são atos que podem caracterizar uma oferta pública a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, quando os praticarem a companhia emissora, seus fundadores ou as pessoas a ela equiparadas.

A CVM definiu oferta pública no artigo 3º da Instrução CVM nº 400/03, como a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, de que conste qualquer um dos seguintes elementos: (i) a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, destinados ao público, por qualquer meio ou forma; (ii) a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários, mesmo que realizada através de comunicações padronizadas endereçadas a destinatários individualmente identificados, por meio de empregados, representantes, agentes ou quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários; (iii) a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; ou (iv) a utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente através de meios de comunicação de massa ou eletrônicos (páginas ou documentos na rede mundial ou outras redes abertas de computadores e correio eletrônico), entendendo-se como tal qualquer forma de comunicação dirigida ao público em geral com o fim de promover, diretamente ou através de terceiros que atuem por conta do ofertante ou da emissora, a subscrição ou alienação de valores mobiliários.

O conceito fundamental relacionado ao enquadramento da oferta pública é o de “esforço de venda” ao público, que por envolver destinatários indeterminados, requer a intervenção da CVM de forma a assegurar a proteção do investidor adquirente dos valores mobiliários.

Ao contrário senso, a oferta privada é aquela negociada com um grupo reduzido de investidores, devidamente individualizados e de prévio conhecimento do ofertante, não tendo configurado qualquer esforço de venda para a efetivação da negociação. Esses investidores, por terem prévia relação com o ofertante já têm acesso suficiente às informações sobre o emitente e o título ofertado, dispensando a proteção por parte da CVM.

Nesse sentido, no caso de uma oferta de título de crédito que não seja de responsabilidade de instituição financeira<sup>98</sup> apresentar características de “esforço de venda”, configura-se oferta pública e, dessa maneira, os títulos emitidos são valores mobiliários e sujeitos à regulamentação da CVM<sup>99</sup>.

Resumidamente, as ofertas públicas dos valores mobiliários seguem os procedimentos estabelecidos pela Instrução CVM nº 400/03 ou pela Instrução CVM nº 476/09, sem prejuízo de eventuais normativos específicos existentes para determinados valores mobiliários.

Uma oferta pública pode ser primária ou secundária. Na oferta primária os valores mobiliários estão sendo emitidos para distribuição pela primeira vez no mercado, sendo que os recursos dessa captação são direcionados para o próprio emissor dos títulos. Já na oferta secundária os valores mobiliários já estão emitidos e titulados por determinados investidores. Por conta disso, os recursos dessa oferta secundária são direcionados para os titulares dos valores mobiliários e não para o emissor dos títulos.

A regulamentação da CVM aplicável às ofertas públicas varia, entre outros, em função do tipo de valor mobiliário a ser ofertado, do destinatário da oferta pública (investidores de

---

<sup>98</sup> Apesar da previsão na Lei nº 6.385/76 existem algumas leis específicas que contariam essa dinâmica, atribuindo para a CVM competência para regulamentar outras ofertas de títulos de responsabilidade de instituições financeiras, tais como as letras financeiras.

<sup>99</sup> Existem algumas exceções na regulamentação da CVM. Por exemplo, entende-se por oferta pública a oferta dirigida para uma classe, categoria ou grupo de pessoas, ainda que individualizadas nesta qualidade, ressalvados quando os destinatários tenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual com a emissora.

varejo, qualificados ou profissionais), da forma mais restrita ou ampla de distribuição da oferta, do tipo de oferta (secundária ou primária) e do tipo de emissor.

Por exemplo, quando as ofertas são realizadas com esforços restritos de distribuição, conforme estabelecido pela Instrução CVM nº 476/09, os valores mobiliários devem ser destinados somente para investidores profissionais, conforme previsto no artigo 11 da Resolução CVM 30, de 11 de maio de 2021<sup>100</sup>, devendo os valores mobiliários: (a) serem oferecidos para não mais do que 75 (setenta e cinco) investidores; e (b) subscritos ou adquiridos por não mais do que 50 (cinquenta) investidores. Nesses casos, a oferta pública não precisa ser registrada na CVM devendo apenas ser comunicado à autarquia o seu início e o seu encerramento conforme estabelecido na referida Instrução CVM nº 476/09<sup>101</sup>. Adicionalmente, após a realização de uma oferta pública com esforços restritos, a regulamentação da CVM, em regra, restringe a realização de outra oferta dessa natureza no período de até 4 (quatro) meses contados da subscrição ou aquisição dos títulos inicialmente ofertados, salvo em casos específicos como é o caso das ofertas de CRI e CRA que prevejam patrimônios separados distintos.

No que se refere às ofertas públicas realizadas nos termos da Instrução CVM nº 400/03 existem inúmeras possibilidades a serem consideradas, tais como as hipóteses: (a) de registro automático para os casos de emissores que tenham grande exposição no mercado<sup>102</sup>; (b) de dispensa de registro para as ofertas públicas de valores mobiliários objeto de lote único e indivisível ou, ainda, para os casos de ofertas de valores mobiliários de emissão de empresas

---

<sup>100</sup> “Art. 11. São considerados investidores profissionais: I – instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização; III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar; IV – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio, de acordo com o Anexo A da Resolução CVM 30; V – fundos de investimento; VI – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM; VII – agentes autônomos de investimento, administradores de carteira de valores mobiliários, analistas de valores mobiliários e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; e VIII – investidores não residentes.”

<sup>101</sup> O início de uma oferta pública com esforços restritos deve ser comunicada pelo intermediário à CVM em até 5 (cinco) dias úteis contados da primeira procura dos potenciais investidores. Posteriormente, o seu encerramento deverá ser comunicado à CVM em até 5 (cinco) dias úteis contados do seu encerramento.

<sup>102</sup> Nos termos do artigo 38 da Resolução CVM 80 terá o status de emissor com grande exposição ao mercado, o emissor que atenda cumulativamente aos seguintes requisitos: I – tenha ações negociadas em bolsa há, pelo menos, 3 (três) anos; II – tenha cumprido tempestivamente com suas obrigações periódicas nos últimos 12 (doze) meses; e III – cujo valor de mercado das ações em circulação seja igual ou superior a R\$ 5.000.000.000,00 (cinco bilhões de reais), de acordo com a cotação de fechamento no último dia útil do trimestre anterior à data do pedido de registro da oferta pública de distribuição de valores mobiliários.

de pequeno porte e de microempresas; e (c) das ofertas que devem ser registradas conforme prazos estabelecidos na referida Instrução CVM nº 400/03.

## **II.7. Escrituração de Valores Mobiliários pelas Securitizadoras**

Conforme mencionado anteriormente as companhias securizadoras, apesar de serem sociedades anônimas emissoras de valores mobiliários, se assemelham bastante às administradoras fiduciárias de recursos de terceiros.

A CVM, em virtude dessa semelhança, editou a Resolução CVM 60 aprimorando a regulamentação das companhias securitizadoras. Um exemplo disso foi a possibilidade de as companhias securitizadoras distribuírem suas próprias emissões de CRI e de CRA, previsto na Resolução CVM 60.

Uma das questões demandadas pelas companhias securitizadoras é acerca da prestação do serviço de escrituração das próprias emissões de títulos de securitização, da mesma forma que a CVM permitiu que as companhias securitizadoras distribuam suas emissões.

Até a edição da MP 1.103/22 somente instituições financeiras ou as bolsas de valores autorizadas pela CVM poderiam prestar a atividade de escrituração de valores mobiliários

Com a MP 1.103/22 abriu-se a possibilidade de que outras instituições (não necessariamente instituições financeiras) prestem serviço de escrituração das emissões dos títulos de securitização, observada a regulamentação da CVM.

Cabe ressaltar que é comum que as administradoras de recursos de terceiros classificadas como “administrador fiduciário”, façam a escrituração das cotas dos seus próprios fundos de investimento, sendo, lógico, dessa forma, que as companhias securitizadoras possam prestar o mesmo serviço em relação às suas emissões tendo em vista a semelhança entre as companhias securitizadoras e as administradoras fiduciárias de recursos.

Nesse sentido, sugere-se a inclusão do parágrafo único ao artigo 4º da Resolução CVM 33, conforme redação constante abaixo:

*“Art. 4º Podem requerer autorização para a prestação dos serviços de escrituração de valores mobiliários as instituições financeiras.*

*§ Único As companhias securitizadoras poderão exercer atividade de escrituração das suas próprias emissões de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e de Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA), dispensando a necessidade de celebração de contrato de escrituração, desde que, cumulativamente:*

*a) a companhia tenha política referente à atividade de escrituração de suas próprias emissões que observe o artigo 11 e demais disposições constantes dessa Instrução;*

*b) a companhia demonstre capacidade financeira e condições técnicas e operacionais necessárias ao exercício da atividade de escrituração das suas próprias emissões; e*

*c) a companhia atenda aos demais requisitos previstos nessa Instrução.”*



### III – OS CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS

#### III.1. Breves Apontamentos sobre o Setor Imobiliário

Pode-se definir o mercado imobiliário como o setor da economia que lida com a “produção” e a “comercialização” de bens imóveis. No que se refere à comercialização deve-se pensar não só na simples venda de bens imóveis, que incluiriam as atividades de loteamento e de incorporação imobiliária, mas sobretudo na exploração econômica mediante o recebimento de renda derivada do bem imóvel, incluindo as atividades do mercado de shopping, hotelaria e de locações para outros setores da economia.

Ou seja, o mercado imobiliário seria bem mais amplo do que apenas a simples construção para venda de determinado imóvel. Apenas para reforçar o exposto acima a ANBIMA incluiu na sua classificação aplicável para os fundos de investimento imobiliário que o mercado imobiliário poderia envolver, entre outras, atividades relacionadas<sup>103</sup>: (a) ao desenvolvimento de um empreendimento imobiliário em fase de projeto ou em construção, para posterior locação ou arrendamento (geração de renda) ou venda posterior; e (b) à aquisição de um imóvel pronto para posterior locação ou arrendamento (geração de renda).

O principal foco do mercado imobiliário é o imóvel em si, considerando todas as suas possibilidades de investimento, transformação e exploração<sup>104</sup>. Um imóvel é utilizado em praticamente todas as atividades comerciais existentes hoje em dia, cabendo ao empresário a escolha se o imóvel a ser utilizado na atividade empresarial deve ser de propriedade da própria empresa ou apenas locado junto a terceiros.

Por exemplo, atualmente existem instituições financeiras, instituições de ensino, indústrias, hospitais, shopping centers e hotéis em que os empresários não são titulares dos próprios imóveis, utilizando apenas os espaços dos imóveis previamente locados junto a terceiros.

---

<sup>103</sup> Conforme Deliberação nº 62, de 22 de junho de 2015, do Conselho de Regulação e Melhores Práticas de Fundos de Investimento da Anbima

<sup>104</sup> O entendimento desse foco será fundamental para o entendimento do regime dos incentivos fiscais existentes e do enquadramento das operações de CRI.



Existem diversos segmentos dentro do mercado imobiliário considerando a destinação do imóvel em questão. A própria ANBIMA, em sua classificação aplicável aos fundos de investimento imobiliário<sup>105</sup>, elencou alguns desses segmentos como: (a) agências, compreendendo os imóveis destinados a agências bancárias; (b) educacional, compreendendo os imóveis destinados a atividades educacionais; (c) hospital, compreendendo os imóveis destinados a receber instalações hospitalares; (d) hotel, compreendendo imóveis destinados a atividades hoteleiras, incluindo unidades integrantes de flats que tenham a mesma atividade; (e) lajes corporativas, compreendendo imóveis destinados a escritórios; (f) logística, compreendendo imóveis provenientes do segmento logístico; (g) residencial, compreendendo imóveis residenciais; e (h) shoppings, compreendendo imóveis destinados a sediar centros comerciais.

A classificação acima evidencia 2 (duas) coisas. A primeira é que cada vez mais existem investidores especializados na aquisição ou na produção de imóveis com o objetivo de locá-los para determinados setores da economia, tais como os setores financeiros, educacionais e etc. O segundo ponto a ser evidenciado é que o setor imobiliário se relaciona praticamente com todos os setores da economia tendo em vista que, em grande parte dos casos, o imóvel torna-se um insumo para o exercício da atividade pelo respectivo empresário.

O mercado imobiliário, em toda a sua extensão, é bem importante para a economia, pois:

- (a) estimula o segmento da construção civil que historicamente tem alto potencial de geração de empregos;
- (b) representa aproximadamente 5% (cinco por cento) do produto interno bruto brasileiro;
- (c) fornece aos empresários o espaço necessário para o exercício das suas atividades;

---

<sup>105</sup> Conforme Deliberação nº 62, de 22 de junho de 2015, do Conselho de Regulação e Melhores Práticas de Fundos de Investimento da Anbima

(d) pode auxiliar na redução do déficit habitacional<sup>106</sup>; e

(e) representa uma alternativa de aplicação para os mais variados tipos de investidores, gerando renda e emprego em todos os segmentos.

O mercado imobiliário, para se desenvolver, necessita da captação de recursos de forma constante, sendo um dos setores da economia mais demandantes de crédito. A demanda de crédito desse mercado varia a depender do segmento do mercado imobiliário, tais como segmentos de incorporação/loteamento, bem como no segmento de produção de imóveis para posterior locação para terceiros.

Os segmentos de incorporação e de loteamento, por exemplo, operam quase que exclusivamente com capital de terceiros, pois os empresários, usualmente, utilizam pouco capital próprio para o desenvolvimento dos seus empreendimentos imobiliários. Nesses segmentos o empresário normalmente procura um terreno em que entende que possa lançar um novo empreendimento imobiliário atrativo para o mercado. Ao encontrar esse terreno o empresário adquire o terreno mediante uma permuta firmada com o proprietário do terreno, pelo qual o proprietário transfere a titularidade do terreno para o empresário em troca de recebíveis ou unidades do futuro empreendimento. Com o terreno a sua disposição o empresário desembolsa poucos recursos para permitir o lançamento do empreendimento, para permitir a aprovação do projeto na prefeitura e nos demais órgãos competentes, e capta o restante para o financiamento da obra. Ou seja, a demanda de crédito aumenta na medida do lançamento de novos empreendimentos, sendo que, na falta de crédito, o lançamento de novos empreendimentos geralmente é reduzido.

Para o mercado de shopping, hotelaria, locações e logística, por outro lado, a demanda de crédito é necessária para a construção do empreendimento antes da sua exploração pelo empresário.

---

<sup>106</sup> O termo déficit habitacional é utilizado para se referir a um determinado número de famílias que vivem em condições de moradia precárias em uma região – seja um bairro, uma cidade, estado ou um país, ou que não possuem qualquer moradia.

O financiamento ao setor imobiliário abrange inúmeras opções, desde operações subsidiadas nos termos do programa de direcionamento de crédito estabelecido pelo Conselho Monetário Nacional, até as novas opções existentes no mercado financeiro e de capitais.

Dentre as opções de financiamento existentes, destacam-se as operações no âmbito: (a) do SFH, criadas no âmbito da Lei nº 4.380, de 21 de agosto de 1964; (b) do SFI, nos termos da Lei nº 9.514/97; e (c) do mercado de capitais, tais como os fundos de investimento imobiliário e os CRI.

O SFH foi criado com o objetivo de facilitar e promover a construção e a aquisição da casa própria ou moradia, especialmente pelas classes de menor renda da população. O objetivo era permitir o acesso a crédito para determinada parte da população, a taxas subsidiadas, estimulando assim o acesso a casa própria e moradia.

A partir da criação do SFH o CMN passou a instituir políticas de direcionamento de crédito obrigatórios pelas instituições financeiras, como por exemplo a Resolução CMN nº 1.090/83, que estabeleceu que as sociedades de crédito imobiliário, as associações de poupança e empréstimo e as caixas econômicas deveriam direcionar no mínimo 60% (sessenta por cento) dos recursos captados em depósitos de poupança para financiamento de produção e comercialização de imóveis.

Apesar da sua importância o SFH sempre teve suas limitações, pelo fato de atender apenas uma parte do mercado imobiliário. Por conta disso o legislador brasileiro criou estruturas adicionais de forma a viabilizar novos investimentos para o mercado imobiliário.

Inicialmente, em 1993, foram criados os fundos de investimento imobiliário, nos termos da Lei nº 8.668/93, de forma a ampliar os recursos para o mercado imobiliário. Nos termos da exposição de motivos da referida lei: *“Os Fundos de Investimento Imobiliário certamente serão instrumento de incremento para o setor da construção civil, de relevante importância na economia nacional, seja como gerador de oportunidades de emprego, seja pela circunstância de utilizar preponderantemente insumos de produção nacional, o que permite desenvolver-se sem gerar demanda adicional de importações”*.

Posteriormente, em 1997, foi criado o SFI que permitiu a criação das companhias securitizadoras, dos CRI e da alienação fiduciária de imóveis em garantia. O principal objeto do SFI foi o de suprir o mercado imobiliário de recursos adicionais que não estavam sendo fornecidos pelo SFH, conforme reconhecido pela própria exposição de motivos, cujos trechos estão descritos abaixo:

*Embora a SFH tenha financiado, desde sua criação, cerca de 6 milhões de unidades residenciais, e patente o esgotamento do atual sistema. O número de unidades financiadas pelo SFH nos últimos anos tem sido, em média, menor que 100.000 por ano, número muito inferior a demanda por novas moradias, estimada em torno de 1 milhão de unidades residenciais. Como tem salientado reiteradamente Vossa Excelência, este governo tem um compromisso com o atendimento da demanda por moradias, bem com a geração de empregos e o crescimento econômico em bases auto-sustentáveis. A esse respeito, ressalte-se o grande multiplicador que a indústria da construção civil tem na economia como um todo. Essa indústria tem participação equivalente a 8% no PIB, sendo metade dessa participação referente à construção de imóveis residenciais e não residenciais. É ademais responsável por 66% dos investimentos totais do país. Além disso, responde por nada menos de 4 milhões e quatrocentos mil empregos na economia formal. Esses números permitem aquilatar os efeitos sobre o investimento, renda e emprego que resultariam da reconstrução dos mecanismos de financiamento ao setor. Com a consolidação em curso da estabilização macroeconômica e o crescimento populacional, vem aumentando não só a demanda por imóveis residenciais, mas também por imóveis não residenciais, sobretudo nos centros urbanos maiores. São necessidades variadas: mais escolas, hospitais, consultórios médicos, shopping centers, etc. Adicionalmente, a terceirização da economia faz crescer o número de empresas de pequeno e médio portes, que necessitam de instalações e reformas para seu funcionamento. A análise da experiência de vários países mostra que o crescimento do financiamento habitacional está intimamente ligado à existência de garantias efetivas de retomo dos recursos aplicados, liberdade na*

*contratação das operações e um mercado de crédito imobiliário dinâmico, capaz de canalizar recursos de longo prazo. (...) O presente projeto de lei orienta-se segundo as diretrizes de desregulamentação da economia e modernização dos instrumentos e mecanismos de financiamento à atividade produtiva. Seu objetivo fundamental é estabelecer as condições mínimas necessárias ao desenvolvimento de um mercado de financiamento imobiliário, para o que se criam novos instrumentos e mecanismos que possibilitam a livre operação do crédito para o setor e a mobilização dos capitais necessários à sua dinamização.*

Com o SFH o mercado imobiliário passou a ter novas opções de financiamento, incluindo os CRI e, ainda, o instituto da alienação fiduciária de imóveis em garantia. Nesse contexto, as operações contratadas no âmbito do SFH poderiam ser utilizadas como forma do direcionamento de recursos obrigatória prevista nos normativos do CMN.

Ou seja, o SFH além de criar uma linha a ser financiada a taxas livres do mercado, bem como a criação da alienação fiduciária em garantia de imóveis e a criação dos CRI, passou a permitir que as instituições financeiras destinassem os seus recursos originalmente direcionados para as operações do SFI para outras operações

### **III.2. Definição e Criação dos CRI**

O CRI é um título de crédito nominativo de emissão exclusiva das companhias securitizadoras, lastreados em créditos imobiliários, de livre negociação e representativo de promessa de pagamento em dinheiro.

Trata-se de um título causal, ou seja, sua emissão depende da vinculação prévia a créditos imobiliários pela companhia securitizadora emissora, conforme ilustrado abaixo.



Os CRI são necessariamente emitidos de forma escritural, ou seja, não apresentam cártula e são criados a partir do registro em sistema de registro e de liquidação financeira autorizado pelo BACEN.

Em relação à circulação os CRI são títulos nominativos, sendo que a sua circulação opera-se mediante transferência em sistema de registro autorizado pelo BACEN ou pela CVM a exercer a atividade de registro ou depósito centralizado de ativos financeiros e de valores mobiliários, nos termos do disposto na Lei nº 12.810/13.

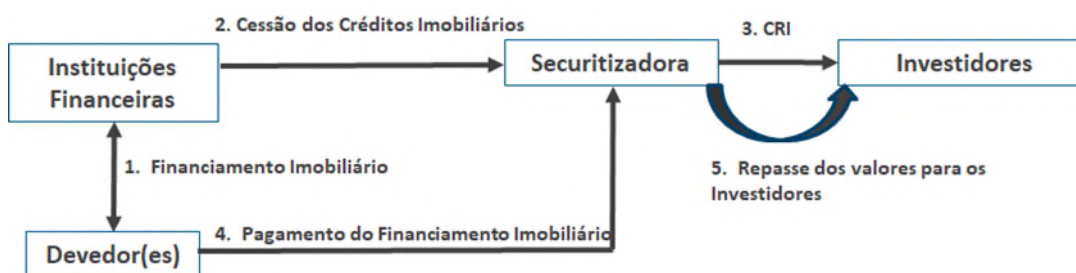
Instituído no ordenamento brasileiro pela Lei nº 9.514/97 no âmbito da criação do SFI, o CRI foi criado inicialmente com o objetivo de permitir que as instituições financeiras operadoras do SFI pudessem repassar ao mercado financeiro os créditos imobiliários oriundos dos empréstimos realizados no SFI para a aquisição e/ou para produção de imóveis.

Esse objetivo pode ser interpretado a partir da leitura de trechos da exposição de motivos da Lei nº 9.514/97, conforme exposto a seguir:

*“Destaca-se a criação da figura de um novo título de crédito, característico e destinado as operações do mercado secundário. A criação da riqueza desse novo título vem acompanhada da definição das condições legais para a efetiva securitização de créditos imobiliários, previstos rigorosos mecanismos de segurança e proteção ao investidor. Dessa forma, abrem-se perspectivas inéditas para o funcionamento de um mercado secundário de créditos imobiliários e a estruturação de operações de captação de recursos de robustecer grandemente o financiamento habitacional. (...) Para alavancar o mercado secundário de créditos imobiliários, o projeto de lei ora apresentado define uma nova modalidade de empresa – a companhia securitizadora imobiliária, organizada sob a forma de sociedade por ações, segundo modelo adotado com sucesso em outros países. Essa companhia irá operar mediante a aquisição de créditos imobiliários junto às empresas originadoras desses créditos, isto é, aquelas que operam na realização de empréstimos para a aquisição ou produção de imóveis. De posse*

*desses créditos, a companhia irá securitiza-los, transformando-os em títulos a serem negociados nos mercados financeiro e de capitais.*

Abaixo encontra-se a ilustração da estrutura básica de emissão de CRI conforme idealizada pelo legislador:



A partir da ilustração acima a estrutura teria o seguinte passo a passo:

- 1- As instituições financeiras operadoras do SFI concederiam financiamentos imobiliários aos Devedores. Os Devedores, com os recursos dos financiamentos imobiliários, comprariam ou construiriam imóveis, conforme fosse o caso;
- 2- As instituições financeiras cederiam os créditos imobiliários oriundos dos financiamentos imobiliários para as companhias securitizadoras. Quando da cessão seria pactuado que com os recursos oriundos da emissão dos CRI as companhias securitizadoras pagariam o preço de cessão oriundo dos créditos adquiridos, retornando capital para as instituições financeiras;
- 3- Com base nos créditos cedidos pelas instituições financeiras as companhias securitizadoras realizariam as emissões de CRI que seriam ofertadas aos investidores do mercado;
- 4- Os pagamentos oriundos dos financiamentos imobiliários cujos créditos tivesse sido cedidos seriam destinados diretamente para a companhia securitizadora; e
- 5- A securitizadora faria o repasse dos valores aos investidores.

Essa estrutura que o legislador idealizou seria para o fomento de um mercado secundário de créditos imobiliários. Na verdade, as emissões de CRI seriam o “combustível” necessário para retornar recursos para as instituições financeiras para que pudessem ser aplicados em novos financiamentos imobiliários, gerando assim um aumento de recursos para o mercado imobiliário.

No entanto, após a sua criação, os CRI passaram a ser utilizados nos mais variados tipos de operações, tendo em vista que a Lei nº 9.514/97 não estabeleceu um conceito de crédito imobiliário que seria o balizador para quais operações poderiam ser utilizadas como lastro de CRI.

A partir da exposição de motivos da referida lei poder-se-ia interpretar que crédito imobiliário se restringiria somente para os negócios: (a) relacionados ao financiamento para aquisição ou produção de imóveis; e (b) oriundos da cessão de créditos realizados por instituições financeiras integrantes do SFI.

No entanto não é o que prevalece hoje, tendo o conceito de crédito imobiliário evoluído ao longo dos anos, em especial a partir de decisões da CVM, conforme será detalhado a partir da Seção III.3-A. do presente trabalho.

### **III.3. Os Lastros dos CRI**

#### **III.3-A. O Conceito de Lastro dos CRI e a Jurisprudência da CVM**

Conforme exposto acima os CRI, por serem títulos causais, devem sempre serem vinculados a créditos imobiliários quando de emissão por uma companhia securitizadora.

Trata-se de tema da maior importância pois a emissão de CRI sem o correspondente lastro, nos termos autorizados pela legislação, é considerado crime nos termos do artigo 7º, III, da Lei nº 7.492/86.<sup>107</sup>

---

<sup>107</sup> “Art. 7º Emitir, oferecer ou negociar, de qualquer modo, títulos ou valores mobiliários: (...) III - sem lastro ou garantia suficientes, nos termos da legislação.”



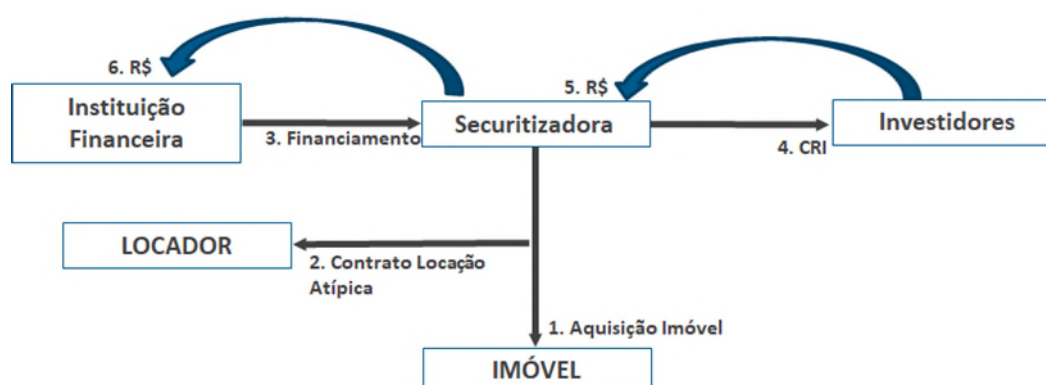
A Lei nº 9.514/97 não estabeleceu um conceito de crédito imobiliário a ser utilizado como lastro das emissões de CRI. O conceito inicial decorria da primeira interpretação da exposição de motivos da Lei nº 9.514/97 de que créditos imobiliários seriam apenas oriundos dos empréstimos realizados no SFI para a aquisição e/ou para produção de imóveis.

No entanto o conceito foi evoluindo a partir de decisões do Colegiado da CVM e até mesmo de entendimentos das áreas técnicas da CVM. A seguir apresentar-se-á os principais casos avaliados pela CVM e que contribuíram para a construção do conceito de crédito imobiliário<sup>108</sup>.

*Caso WT: Possibilidade de Créditos Oriundos de Contratos de Locação Serem Lastro de CRI*

A primeira vez que a CVM foi demandada a opinar sobre a definição de crédito imobiliário foi em 14 de maio de 2002, na reunião que teve como objetivo, entre outros, deliberar acerca: (a) do enquadramento dos créditos oriundos de contratos de aluguel como lastro de CRI; (b) da possibilidade de os créditos serem originados fora do âmbito do SFI; e (c) da forma de aquisição e vinculação desses créditos pelas companhias securitizadoras.

A discussão foi originada a partir da consulta realizada pela Administração e Participações Walter Torre Júnior Ltda. (“WT”) (Processo CVM RJ2001/1981) acerca da seguinte estrutura:



<sup>108</sup> Para apresentação dos casos foram desconsiderados detalhes não relevantes para a discussão do tema referente ao conceito de créditos imobiliários, tais como garantias fidejussórias outorgadas em cada operação, bem como a existência de CCI representando os créditos imobiliários.

Conforme ilustração acima a estrutura tinha a seguinte característica:

- 1- A Securitizadora adquiriria previamente o Imóvel;
- 2- A Securitizadora e o Locador celebrariam um Contrato de Locação Atípica, correspondente a um contrato de locação por encomenda, pelo qual a Securitizadora iria construir um empreendimento imobiliário para fins de posterior locação para o Locador;
- 3- Uma vez celebrado o Contrato de Locação Atípica a Securitizadora contrataria financiamento bancário junto a uma instituição financeira para financiar a construção do empreendimento imobiliário;
- 4- Uma vez concluída a construção do empreendimento imobiliário a Securitizadora vincularia os créditos oriundos do Contrato de Locação Atípica a uma emissão de CRI, a qual seria distribuída junto a investidores do mercado;
- 5- Os recursos oriundos da emissão dos CRI seriam transferidos para a conta corrente da Securitizadora; e
- 6- Com os recursos recebidos em decorrência da integralização dos CRI a Securitizadora pré-pagaria o financiamento bancário.

Esse caso levantou 4 (quatro) pontos interessantes, quais sejam: (a) a possibilidade de alugueis poderem ser utilizados como lastro de uma emissão de CRI; (b) a possibilidade de créditos imobiliários não oriundos do SFI serem vinculados a uma emissão de CRI; (c) o enquadramento de uma operação em que a própria Securitizadora origina o crédito imobiliário como securitização imobiliária; e (d) a competência da CVM para regulamentar as companhias securitizadoras.

Na visão da CVM, até esse caso, apenas créditos oriundos de financiamentos imobiliários oriundos do SFI poderiam ser vinculados a emissões de CRI. A PJU, nos termos

do Parecer/CVM/PJU/Nº009/98, se manifestou que apenas créditos imobiliários adquiridos das entidades integrantes do SFI poderiam ser vinculados a emissões de CRI<sup>109</sup>.

Nesse caso o Colegiado da CVM entendeu por unanimidade que: (a) a Lei nº 9.514/97 não definiu o conceito de crédito imobiliário<sup>110</sup>; e (b) locações comerciais, objeto do caso alvo da consulta, podem ser securitizados nos termos da Lei nº 9.514/97, mesmo que tais créditos não se originem de operações de financiamento no âmbito do SFI ou fora dele<sup>111</sup>.

Até onde se tem conhecimento foi a primeira vez que o Colegiado da CVM se reuniu para discutir o conceito de lastro de CRI. Além disso, pode-se dizer que essa decisão foi bem importante para o mercado de emissões de CRI tendo em vista que ampliou o conceito de crédito imobiliário, passando a permitir, também, como lastro de CRI créditos oriundos de contratos de locação.

---

<sup>109</sup> O Parecer/PJU/09/98, indica que "nos termos do art. 8º da Lei 9.514/97, securitização consiste na operação pela qual as CSCI, mediante prévia lavratura de Termo de Securitização de Créditos, emitem e colocam no mercado uma série de títulos de crédito, os Certificados de Recebíveis Imobiliários, expressamente vinculados a créditos imobiliários adquiridos das entidades integrantes do SFI." E continua a seguir: "Em que pese o CRI representar livre captação de recursos no mercado, ao contrário do que ocorre no SFH, em que as operações são efetuadas com recursos provenientes das contas de poupança e do FGTS, o fim colimado por ambos é o mesmo, e de caráter estritamente público. Por isso a Lei estabelece expressamente as entidades autorizadas a operar no SFI. (...) Ora, sendo o CRI ...um instrumento de desintermediação financeira, fica claro que para se falar em desintermediação, devemos ter em uma das pontas uma entidade integrante do SFI. Assim, não cabe falar na possibilidade - através da Lei 9.514/97 - de emissão de CRIs lastreados em créditos adquiridos de sociedades não integrantes do Sistema tratado por essa Lei. Vale ressaltar que, mesmo não estando tal operação sob o manto da Lei 9.514/97, a cessão desses créditos é perfeitamente possível, à luz do nosso Código Civil (arts. 1.065 a 1.078). O que não há é autorização legal para o registro de um valor mobiliário (CRI) referenciado em tal operação"

<sup>110</sup> Conforme voto do então Diretor Wladimir Castelo Branco Castro, aprovado por unanimidade pelo Colegiado da CVM: "Sem necessariamente reconhecer, em princípio, que se trata de uma opção, isto é, de uma intenção do legislador, devo concordar que a Lei 9.514/97 não trouxe uma definição para "crédito imobiliário", nem estabeleceu que a securitização só pode abarcar créditos oriundos de financiamentos imobiliários."

<sup>111</sup> Conforme voto do então Diretor Wladimir Castelo Branco Castro, aprovado por unanimidade pelo Colegiado da CVM: "Verifico, outrossim, que a Lei 9.514 trata do Sistema de Financiamento Imobiliário ao mesmo tempo em que define Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários - CS (art. 3º), Certificados de Recebíveis Imobiliários - CRI (art. 6º e § único) e Securitização de Créditos Imobiliários (art. 8º). A Lei estabeleceu liames definitivos entre os três últimos institutos, como se verifica nos artigos 3º e 6º, acima transcritos, porém não vinculou expressamente tais institutos ao SFI, muito embora trate deste em seu artigo 2º e das CS imediatamente após, em seu artigo 3º. Uma interpretação "sistemático-restritiva" da Lei talvez indicasse que apenas créditos oriundos de financiamentos obtidos no âmbito do SFI poderiam lastrear CRIs. Contudo, manifestações qualificadas do mercado trazidas aos autos (fls. 8-9 e 13-14), aliadas à própria Instrução CVM 284/98 que, ao dispor sobre as CS e distribuição pública de CRI, não cuidou de especificar a natureza dos créditos imobiliários, colocam tal interpretação numa posição anacrônica."

Em relação à possibilidade de a Securitizadora originar os créditos diretamente, sem a existência de uma cessão de crédito, a PJU expressou a sua opinião de que a operação de securitização consiste na cessão de créditos a uma sociedade de propósito específico para fins de emissão de um título de securitização<sup>112</sup>. Assim, como nesse caso não haveria uma cessão de crédito específica para a securitizadora, não haveria o que se falar numa operação de securitização, o que impediria a emissão de um CRI. Apesar da posição da PJU o Colegiado da CVM entendeu que não haveria vedação para que a Securitizadora originasse diretamente os créditos imobiliários, sem qualquer celebração de negócio jurídico de cessão de crédito imobiliário, tendo em vista que a lei estabeleceu a necessidade de “aquisição” dos créditos imobiliários, sendo permitida inclusive, na visão do Colegiado da CVM, a celebração de negócios jurídicos que se assemelhasse a uma aquisição originária prevista no Código Civil<sup>113</sup>.

#### Caso EP: Primeira Tentativa de Lastro pela Destinação

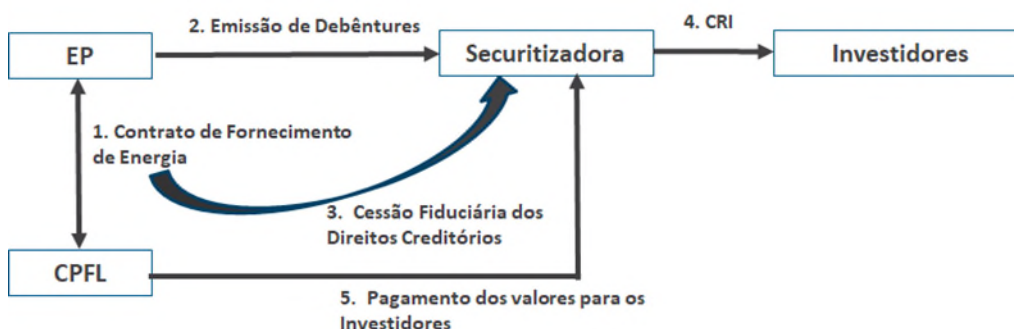
---

<sup>112</sup> O despacho do procurador-chefe, Dr. Henrique Vergara, que acompanhou o citado Parecer, foi no seguinte sentido: *"De acordo. Não obstante a competência do CMN para fixar condições para o funcionamento das companhias securitizadoras de créditos imobiliários, não se vislumbra, na estrutura da operação engendrada pela consulente, uma efetiva securitização de créditos. (...) Conceitualmente, uma operação de securitização consiste na cessão de créditos, pela sociedade operacional, qual seja a originadora de créditos objeto da cessão, a uma sociedade de propósito específico, a qual então emitirá títulos lastreados nestes mesmos créditos. Nesse passo, resta evidente que o modelo de operação proposto pela consulente refoge ao conceito de securitização, não se podendo encarar a empresa veículo do empreendimento como uma sociedade securitizadora, para efeito do disposto na Lei 9.514/97. Tendo em vista, outrossim, o disposto no parágrafo único do art. 6º da mencionada Lei, o CRI é de emissão exclusiva das companhias securitizadoras. Não se tratando, na hipótese, de uma efetiva securitização, entendo que é vedada a emissão desse título nas condições postas na presente consulta, por contrariar o escopo da Lei"*

<sup>113</sup> Conforme voto do então Diretor Wladimir Castelo Branco Castro, aprovado por unanimidade pelo Colegiado da CVM: *"Entendo ser possível depreender que a finalidade de aquisição de créditos imobiliários, imposta pela Lei às companhias securitizadoras, não significa necessariamente que tais aquisições devam ocorrer apenas por meio de transferência de créditos imobiliários. Tanto a definição vernacular quanto a jurídica dadas para o termo aquisição abrangem mais possibilidades do que a simples aquisição por transferência - aí incluída a cessão. A propósito, no direito civil, a aquisição apresenta duas modalidades, aquisição originária - realizada pelo primeiro dono da coisa, e aquisição derivada - realizada quando a coisa, tendo dono, é transferida deste para outro. Tenho como razoável, portanto, considerar-se a locação de imóvel como uma forma de aquisição de créditos locatícios pelo locador, de maneira assemelhada à aquisição originária do direito civil, não havendo, a meu juízo, quanto a este aspecto, dissonância entre a estrutura de securitização proposta pelo consulente e a disposição legal do art. 3º acima transcrito. Considerados os aspectos aventados neste item e no anterior, entendo não haver óbice a que uma companhia securitizadora de créditos imobiliários, nos termos do art. 3º da Lei 9.514/97, origine os créditos imobiliários (no caso, aluguéis) a serem securitizados, desde que, como dispôs a PJU, "tais créditos sejam segregados patrimonialmente com base no regime fiduciário" previsto no art. 9º e seguintes da Lei 9.514/97, e sejam atendidas as demais exigências dessa Lei, em especial as do art. 8º, como também observado pela PJU, que asseverou: "satisfeitos, portanto, os requisitos legais acima identificados" - do art. 8º da Lei 9.514 (transcrito no Relatório) - "para que se tenha caracterizada a securitização dos créditos, aliando-se à constituição de regime fiduciário, entendo que não há óbice à emissão de CRI pela empresa originadora"*

O Caso EP foi o primeiro caso em que houve-se a tentativa de enquadramento de uma emissão de debêntures como lastro de CRI, em virtude da sua destinação imobiliária.

A discussão foi no âmbito do pedido de concessão de registro definitivo da 10ª série da 2ª emissão da antiga Companhia Brasileira de Securitização - CIBRASEC (Processo CVM nº RJ 2002/3032) e que tinha a seguinte estrutura ilustrada a seguir:



Conforme ilustração acima a estrutura tinha a seguinte característica:

1- A Companhia Energética Paulista (“EP”) e a CPFL Geração de Energia Elétrica S.A. (“CPFL”) celebraram contrato de fornecimento de energia elétrica pelo qual a EP comprometeu-se a fornecer energia elétrica para a CPFL oriunda (“Contrato de Fornecimento EP-CPFL”);

2- A EP emitiu privadamente debêntures as quais foram subscritas diretamente pela Securitizadora (nesse caso a Cibrasec). A escritura de debêntures previa expressamente que os recursos oriundos das debêntures seriam utilizados para a realização de reformas numa pequena central hidroelétrica, localizada no terreno objeto de matrícula nº 946 do Serviço de Registro de Imóveis da Comarca de Laje de Muriaé, Estado do Rio de Janeiro (“PCH”);

3- Em garantia ao adimplemento das debêntures a EP cedeu fiduciariamente os direitos creditórios oriundos do Contrato de Fornecimento EP-CPFL<sup>114</sup>;

<sup>114</sup> Nessa operação também foi outorgada a alienação fiduciária do imóvel objeto da PCH não tendo sido essa garantia, no entanto, relevante na discussão do caso.

4- A Securitizadora vinculou os créditos oriundos das debêntures a uma emissão de CRI, a qual foi distribuída junto a investidores do mercado. Com os recursos oriundos da integralização das debêntures a Securitizadora integralizou as debêntures subscritas; e

5- A CPFL faria os pagamentos devidos no âmbito do Contrato de Fornecimento EP-CPFL para a conta da Securitizadora para adimplemento das obrigações pactuadas nas debêntures.

Esse caso levantou 2 (dois) pontos interessantes, quais sejam: (a) a possibilidade de uma emissão de debêntures ser lastro de uma emissão de CRI, tendo em vista a sua destinação para gastos em um determinado imóvel; e (b) a subscrição das debêntures diretamente pela Securitizadora para posterior vinculação a uma emissão de CRI.

Em relação ao enquadramento do lastro curiosamente a estrutura foi apresentada para CVM como se o lastro da emissão dos CRI fosse os direitos creditórios do Contrato de Fornecimento EP-CPFL e não a própria emissão das debêntures. Isso pois economicamente os recursos necessários para adimplemento das debêntures e conseqüentemente dos CRI seriam provenientes do Contrato de Fornecimento EP-CPFL.

O Colegiado da CVM por unanimidade e seguindo a posição da PFE, indeferiu essa operação com a justificativa de que: (a) crédito imobiliário seria aquele que surge dos frutos e rendimentos de um imóvel ou de um negócio imobiliário; e (b) para que créditos ditos imobiliários possam lastrear uma emissão de CRI, seria necessário que tais recebíveis decorressem da exploração do imóvel em questão, e não de uma atividade econômica exercida pela EP, mesmo que tal atividade seja realizada em um imóvel de propriedade desta.<sup>115</sup>

---

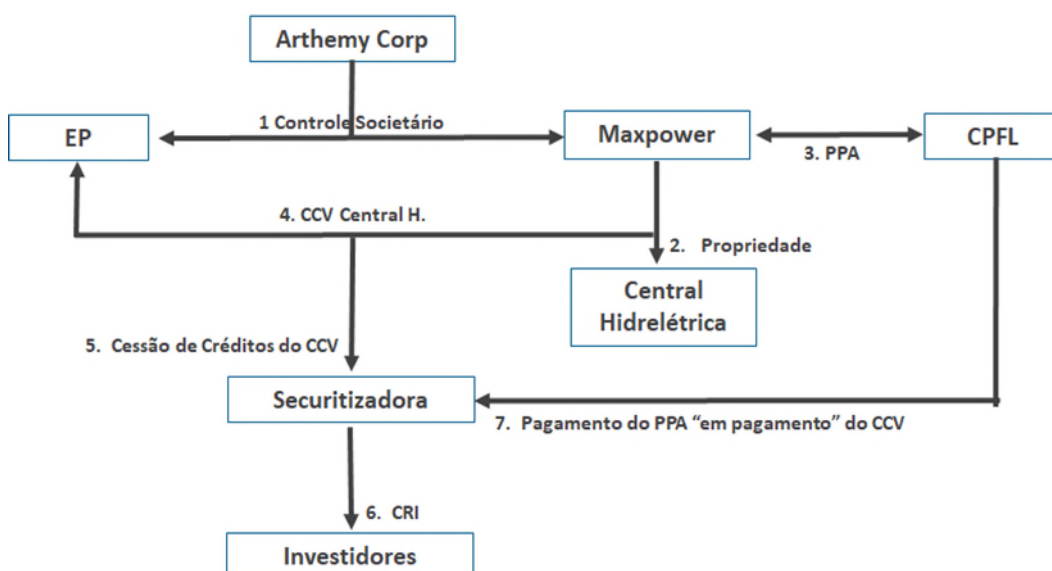
<sup>115</sup> Conforme trecho do voto do então Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, aprovado por unanimidade pelo Colegiado da CVM: “15. A par do entendimento manifestado pela Recorrente, parece-me que a PJU foi precisa em sua manifestação de fls. 285/291, ao esclarecer que a intenção da lei foi estabelecer como crédito imobiliário aquele que surge, ou garante-se, dos frutos e rendimentos de um imóvel ou de negócio imobiliário. Nesse passo, para que créditos ditos imobiliários possam lastrear uma emissão de certificados de recebíveis imobiliários, seria necessário que tais recebíveis decorressem da exploração do imóvel ou do financiamento do imóvel, e não de uma atividade econômica exercida pela tomadora mediata dos recursos, mesmo que tal atividade seja realizada em um imóvel de propriedade desta. Ou, como destaca a PJU, embora a geração de energia e sua comercialização possam constituir receita de uma “planta industrial”, não pode tal receita ser considerada como um crédito imobiliário.”

Adicionalmente, apesar de a operação ter sido indeferida não foi discutida nesse caso a eventual impossibilidade de que o crédito imobiliário tivesse sido originado diretamente pela Securitizadora, nesse caso, via a subscrição direta das debêntures.

#### Caso Maxpower: Enquadramento de Pertenças como Lastro de CRI

Em 18 de novembro de 2003 o Colegiado da CVM julgou o recurso da Brazilian Securities Companhia de Securitização contra decisão da SRE de indeferimento dos pedidos de registro definitivo de distribuição pública de CRI (Processo CVM RJ2003/5639).

A estrutura da operação encontra-se resumida abaixo:



Conforme ilustração acima a estrutura tinha a seguinte característica:

1- A Arthemey Corp é controladora da Maxpower do Brasil Ltda. (“Maxpower”) e da EP, sendo que a EP é ainda titular de 2% (dois por cento) do capital social da Maxpower;

2- A Maxpower é titular da Central Geradora Hidrelétrica Henrique Portugal (“Central Henrique Portugal”), que inclui os imóveis, bem como todos os bens móveis objeto da referida Usina;

3- A Maxpower celebrou com a CPFL Comercialização Brasil Ltda. (“CPFL Comercialização”) o “*Contrato de Compra e Venda de Energia Elétrica*” (“PPA Maxpower”), pelo qual a Maxpower obrigou-se a disponibilizar a CPFL energia por período determinado;

4- A Maxpower e a EP celebraram o “*Instrumento Particular de Promessa de Compra e Venda de Ativos e Outras Avenças*” (o “CCV Central Henrique Portugal”) pelo qual foi pactuada a venda, pela Maxpower à EP, da Central Henrique Portugal, do bem imóvel e das pertenças relativas a esse imóvel, como bens e direitos imóveis (incluindo as respectivas benfeitorias), veículos e demais bens móveis, bens intangíveis, contratos e aos direitos e obrigações relativos à locação ou arrendamento de bens móveis, direitos sobre imóveis de terceiros e demais ativos que compõem a Central Henrique Portugal;

5- O CCV Central Henrique Portugal prevê um fluxo de pagamento a prazo, sendo o mesmo fluxo de pagamento do PPA Maxpower, tendo sido acordado que os pagamentos feitos pela CPFL Comercialização (que agora seriam de titularidade da EP) serão utilizados para pagamento das obrigações previstas no CCV Central Henrique Portugal. Tendo em vista que foi pactuado no CCV Central Henrique Portugal o pagamento em parcelas, a Maxpower cedeu esses créditos, representados por uma cédula de crédito imobiliário, em favor da Securitizadora (nesse caso a Brazilian Securities);

6- A Securitizadora vinculou os créditos oriundos do CCV Central Henrique Portugal a uma emissão de CRI, a qual foi distribuída junto a investidores do mercado; e

7- O fluxo de pagamento dos CRI, do CCV Central Henrique Portugal e do PPA Maxpower eram equivalentes, de forma que os valores a serem pagos pela CPFL Comercialização seriam àqueles efetivamente utilizados no pagamento do CCV Central Henrique Portugal e conseqüentemente dos CRI. Sendo assim, a CPFL Comercialização faria os pagamentos decorrentes do PPA Maxpower numa conta vinculada da Maxpower, por conta e ordem da EP, quitação, assim, as obrigações de pagamento constantes do CCV Central Henrique Portugal. Uma



vez recebido os recursos da conta vinculada a instituição financeira repassaria esses recursos para a Securitizadora de forma a viabilizar o pagamento dos CRI.

O caso acima ficou marcado especialmente por 2 (duas) discussões, quais sejam: (a) a possibilidade de o CRI ser lastreado em créditos oriundos de negócio jurídico firmado entre partes relacionadas; e (b) o enquadramento de um negócio jurídico de compra e venda de imóvel, em conjunto com suas pertenças, que incluíram os bens móveis e demais direitos relacionados ao imóvel.

Em relação ao negócio entre partes relacionadas a SRE<sup>116</sup> e a PFE<sup>117</sup> haviam entendido que haveria uma confusão patrimonial entre a EP e a Maxpower, inexistindo, assim, um negócio bilateral hábil a lastrear a emissão dos CRI. No entanto, o Colegiado da CVM reconheceu que não haveria vedação para que negócios entre partes relacionadas fosse objeto de lastro de CRI<sup>118</sup>.

---

<sup>116</sup> A SRE, entre outros pontos, evidenciou que merecia exame mais aprofundado, o questionamento da efetividade de um crédito imobiliário gerado em operação de compra e venda de imóvel entre empresas ligadas e controladas pela mesma pessoa jurídica, o que demonstra a inexistência de negócio jurídico bilateral, ou melhor, de negócio imobiliário que possa lastrear a emissão dos CRI.

<sup>117</sup> A PFE manifestou-se contra a admissibilidade da operação em questão, por meio do MEMO/PFE-CVM/GJU-2 cujos trechos são transcritos a seguir: “(a) os esclarecimentos constantes do referido memorando da SRE evidenciam que, a rigor, não há qualquer contrato imobiliário em sentido jurídico estrito lastreando a emissão dos CRIs, eis que ausente a bilateralidade própria àquele tipo de ajuste – que pressupõe partes, de fato, distintas bem como a transferência do domínio do bem-objeto – e as demais características que lhes são inerentes e decorrentes da lei civil; (b) há, em verdade, apenas uma parte na pretensa transação imobiliária – e não duas, Maxpower e EP - qual seja a pessoa jurídica Arthemys Corp. Financial & Trading S/A, detentora de 99,995% das ações ordinárias nominativas de emissão da EP e da totalidade das cotas da Maxpower, seja direta, seja indiretamente, através da participação da EP na Maxpower; (c) desse modo, esse é um quadro típico de confusão patrimonial, já que a pessoa do sócio e da sociedade, ante a composição do capital desta, são uma só; (d) permite o artigo 50 do Código Civil de 2002 a desconsideração da personalidade jurídica em caso de confusão pois, em regra, tem por escopo simular a separação das personalidades, na prática inexistente; (e) a simulação nesse caso é clara, observado que: (i) a Maxpower é fornecedora de energia à CPFL; (ii) a CPFL, por expressa convenção com aquela, paga o preço da energia adquirida diretamente à EP, mediante crédito à conta-corrente desta; (iii) a EP “paga” as parcelas do preço da promessa de compra e venda com os recursos que, pela lógica do fornecimento de energia, já deveriam pertencer à Maxpower; (f.) em resumo, a EP recebe um imóvel sem nada pagar por ele e ainda recebe pagamentos da CPFL, decorrentes do fornecimento de energia pela Maxpower, sem que a cessão de crédito tenha qualquer justificativa aparente; (g) assim, a Arthemys, única parte em todas as operações, para atender às exigências do mercado investidor, segregou seus ativos na Maxpower e EP, simulando separação de personalidades.”

<sup>118</sup> Conforme transcrição de parte do voto da ex Diretora Norma Parente, relatora do referido caso, transcrita a seguir: “28. Vale lembrar que a SRE, bem como a PFE, posicionaram-se contrariamente à concessão de registro definitivo de distribuição pública dos CRIs, em questão precipuamente por entenderem que há, na operação pretendida, confusão patrimonial, haja vista a ausência de um negócio jurídico imobiliário bilateral hábil a lastrear a emissão de CRIs. 29. Contudo, não se deve pautar a decisão pelo deferimento ou não do pedido em tela na suposta inexistência de negócio jurídico bilateral, conclusão que mereceria investigação mais profunda, já que o simples fato da Maxpower e EP serem controladas pela mesma empresa – Arthemys – não é hábil é configurar de plano a alegada confusão patrimonial. 30. Ademais, a lei não veda a realização de contratos entre partes relacionadas. E nesse caso a venda de energia, pela Maxpower, à CPFL, parte não relacionada, atesta o valor da empresa.”

A questão central para a Diretora Norma Parente e para o restante do Colegiado da CVM foi o enquadramento do CCV Central Henrique Portugal como um negócio jurídico imobiliário, de forma a fundamentar a vinculação dos seus créditos a uma emissão de CRI<sup>119</sup>.

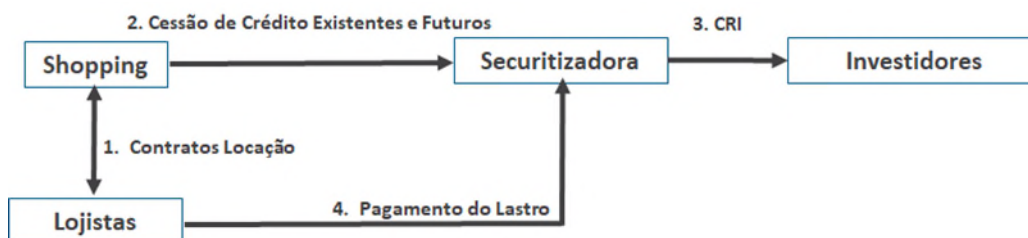
<sup>119</sup> Conforme trechos do voto da então Diretora Norma Parente, transcritos a seguir: “37. *Tem-se, no presente caso, como lastro para emissão do CRI, uma "Promessa de Compra e Venda Imobiliária e Outras Avenças" pela qual a Maxpower promete vender, transferir, conferir, ceder e entregar à EP todos os direitos detidos pela Maxpower relativos a: i. "um imóvel localizado no município de Santa Rita de Jacutinga..." – cláusula 1.1(fls. 135); e ii. pertenças relativas a esse imóvel, como "bens e direitos imóveis (incluindo as respectivas benfeitorias), veículos e demais bens móveis, bens intangíveis, contratos e aos direitos e obrigações relativos à locação ou arrendamento de bens móveis, direitos sobre imóveis de terceiros e demais ativos que compõem a Central, que estão à disposição da mesma ou que a ela se referem, discriminados no Anexo I ao presente contrato..." (1) - cláusula 1.2 (fls. 135). 38. Como se verifica, a maior parte da operação concerne à pertenças. É, portanto, da sua caracterização que depende a conclusão. (...) 46. Assim, a questão impõe que se analise a natureza jurídica das pertenças em face do novo Código Civil, ou seja, se as pertenças em questão são bens imóveis, como pretendem os recorrentes para que fique caracterizada a realização de um negócio imobiliário passível de gerar a emissão de um CRI. (...) 51. Então, de fato a usina se anexa economicamente ao terreno, caracterizando uma relação de pertinencialidade, caracterizando uma universalidade econômica, mas nem por isso as demais pertenças transformam-se também em imóveis, se esta não for sua natureza, como se verá. 52. O fato de a pertença poder seguir o mesmo destino do principal, sendo este imóvel, não lhe estende essa natureza. Aqui a grande diferença do antigo Código para o atual: no antigo, os bens incorporados por acessão intelectual recebiam a natureza que tivesse o bem principal; já no novo Código Civil, às pertenças é reconhecida autonomia, mantendo estas sua natureza jurídica de bens móveis. 53. Parece ser também esse o entendimento de Pontes de Miranda, quando faz referência às figuras móvel-pertença e imóvel-pertença, fazendo-nos crer que mantém o bem sua autonomia e natureza jurídica, a despeito de estabelecer uma relação de pertinencialidade com outro bem principal. 54. Assim, no presente caso temos um terreno – bem imóvel –, e suas pertenças. Estas, no entanto, dividem-se em pertenças imóveis (a usina e os ativos imóveis que a compõem – barragem, canal adutor, subestação e outros) e pertenças móveis (os ativos representados por bens móveis e demais bens móveis, contratos, direitos e obrigações relativos à locação ou arrendamento de bens móveis). 55. Ainda que o solo polarize os demais bens, não se pode considerar que a atração exercida transforme todo o complexo industrial em bem imóvel. Diante disso, supera-se a análise da natureza jurídica dos bens objeto da promessa de compra e venda em que se funda a pretendida emissão definitiva de CRI, restando verificado que tal promessa não traduz, em sua integralidade, um crédito imobiliário. Não há, portanto, o lastro necessário ao título que se pretende emitir. 56. Além disso, pode-se dizer que o contrato em exame representa a transferência de uma universalidade de direito que há muito já era acentuada pela doutrina. Como alertava Georges Ripert, "aquele que reúne sob sua direção propriedades afetadas a certo fim e homens dispostos a trabalhar para êste, cria um agrupamento, que não poderia deixar indiferente o poder político. Não é um simples proprietário usando de direito privativo" (7) (grifei). Reafirmava, a sua época, o respeitável jurista que "nosso direito tem o sentimento da existência da empresa, mas não chega ainda a apreendê-la senão na aplicação de certas regras especiais"(8). Observa-se, com isso, que no século passado já se assinalava a teoria da empresa. 60. No caso concreto, esses fatores de produção estão representados justamente pelo imóvel, conjuntamente com a usina e demais pertenças. Diante desses fatos, é necessária a conclusão de que a compra e venda em questão não se caracteriza como um empreendimento imobiliário, mas sim como a alienação de um estabelecimento empresarial. 63. Indubitável é, portanto, que através da compra e venda em análise as partes objetivam, de fato, a transferência de todo um empreendimento empresarial, refletida na abrangência do objeto da proposta e no valor superior ao auferido pela soma dos bens relacionados no contrato. Mas não é a operações dessa espécie que a Lei do SFI pretende incentivar, mas sim a empreendimentos de caráter efetivamente imobiliário. 65. Da exposição de motivos da mencionada Lei se extrai que o compromisso com o atendimento da demanda por moradia, bem como a geração de empregos, são os pilares da criação do SFI. 66. A mesma exposição, destacando o efeito multiplicador que a construção civil tem na economia como um todo, demonstra que a criação do CRI abre perspectivas inéditas para a "estruturação de operações de captação de recursos capazes de robustecer grandemente o financiamento habitacional". 67. Conclui-se com convicção que esta Lei visa a criar as condições para mobilizar um volume crescente de recursos para o setor habitacional, com o que se estará atingindo três objetivos fundamentais: geração de renda e empregos, ampliação do acesso da população à moradia e promoção do crescimento sustentado da economia. 68. Todavia, não são estes os objetivos que a compra e venda em análise pretende alcançar. De plano ressalta-se que o objeto desse contrato – a usina e suas pertenças – de forma alguma poderá atender ao fim de gerarem-se empregos através da construção civil, uma vez que o conjunto de bens formado pela usina e suas pertenças materiais já se encontram construídos, falando-se apenas em "repotencialização" dessa universalidade. A ampliação do acesso à moradia também não pode ser*

Isso pois o CCV Central Henrique Portugal pactuava a venda do imóvel mas também as pertenças relativas a esse imóvel, como bens e direitos imóveis (incluindo as respectivas benfeitorias), veículos e demais bens móveis, bens intangíveis, contratos e aos direitos e obrigações relativos à locação ou arrendamento de bens móveis, direitos sobre imóveis de terceiros e demais ativos que compõem a Central Henrique Portugal. Nesse sentido, trata-se de um negócio jurídico de compra e venda de bens imóveis, móveis e de cessão de direitos, não sendo possível a vinculação a uma emissão de CRI dos créditos oriundos de compra e venda de bens móveis e da cessão de direitos.

#### Caso Rio Bravo: Revolvência do Lastro

Em 10 de julho de 2007 o Colegiado da CVM julgou o recurso da Rio Bravo Crédito Companhia de Securitização contra decisão da SRE de indeferimento dos pedidos de registro definitivo de distribuição pública de CRI (Processo CVM RJ2007/0547).

A estrutura da operação encontra-se resumida abaixo:



Conforme ilustração acima a estrutura tinha a seguinte característica:

1- Uma empresa explorada de atividade shopping center (o “Shopping”), no curso ordinário dos seus negócios, celebra regularmente contratos de locação de suas lojas para os mais variados interessados (nesse caso os “Lojistas”). No contexto do Shopping há uma certa rotatividade nas locações dos seus espaços,

---

*alcançada, visto que trata-se da alienação de um empreendimento empresarial de cunho industrial cujo objeto será a produção de energia. 69. Assim, infere-se que o pedido de registro definitivo em tela se afasta sobremaneira da finalidade perseguida com a criação do CRI, razão por que não se pode deferi-lo. Não se vislumbra, neste negócio jurídico, um empreendimento propriamente imobiliário, nos moldes a que visa proporcionar a Lei do SFI.*

não sendo incomum a existência de espaços vagos no Shopping de forma transitória até que outro interessado venha a loca-lo;

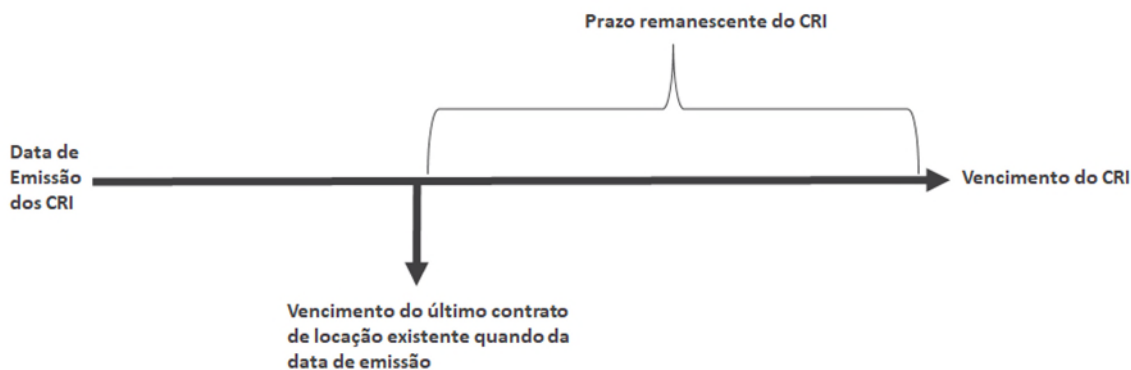
2- O Shopping necessita regularmente de capital para desenvolver suas atividades. Uma das opções seria a securitização dos recebíveis oriundos de suas locações no âmbito de uma emissão de CRI. Nesse contexto o Shopping cede para a Securitizadora os créditos oriundos de seus contratos de locação (atuais e futuros).

3- A Securitizadora vinculou os créditos atuais e futuros cedidos pelo Shopping a uma emissão de CRI, a qual foi distribuída junto a investidores do mercado; e

4- Os Lojistas, atuais e futuros, seriam instruídos a efetuar os pagamentos diretamente na conta da Securitizadora para posterior repasse aos investidores.

O principal ponto de discussão de caso referiu-se à possibilidade de estruturação da operação com a possibilidade de revolvência<sup>120</sup> quanto aos créditos futuros oriundos dos aluguéis futuros devidos: (a) pelos locatários que vierem a substituir os atuais; (b) pelos locatários dos contratos cujos prazos de vigência vierem a ser prorrogados; (c) pelos locatários que vierem a alugar lojas desocupadas na data da cessão dos créditos; e (d) pelos locatários que vierem a alugar lojas oriundas da expansão do shopping center.

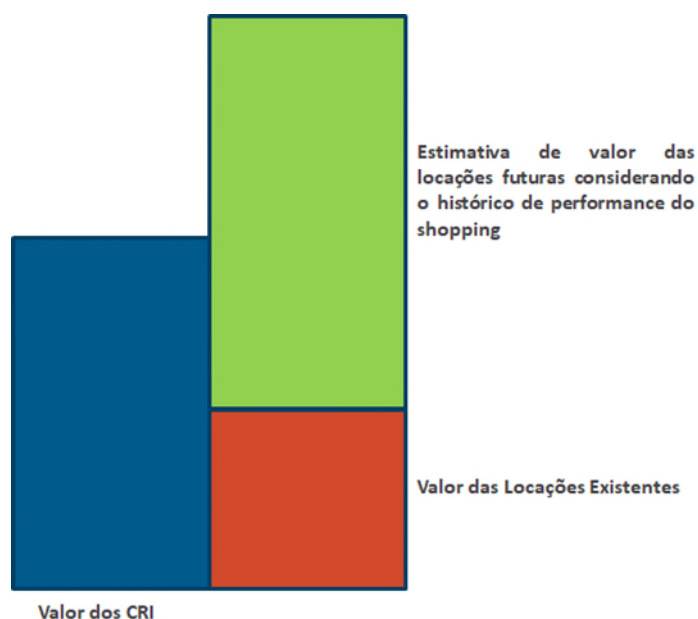
Na data de emissão o prazo do CRI era superior ao prazo das locações existentes, conforme ilustrado na linha do tempo abaixo.



<sup>120</sup> O conceito de revolvência foi abordado no Capítulo I desse trabalho.

Isso decorre do fato de que os investidores estavam dispostos a investir em título por prazo superior ao prazo existente dos contratos de locação existentes e ainda pelo fato de que para o Shopping seria interessante realizar a operação considerando o prazo mais longo.

Adicionalmente, na data de emissão, o valor dos CRI, conforme ilustrado no gráfico abaixo, era: (a) maior que o valor das locações existentes na mesma data; e (b) menor que o valor estimado das futuras locações considerando o histórico de performance do Shopping



A lógica existente nessa operação decorria da rotatividade das locações do Shopping e na previsibilidade das novas receitas considerando determinado histórico da performance do Shopping que faz com que seja possível estimar o valor das futuras locações, ainda de locatários desconhecidos.

Nesse caso o Colegiado da CVM, por unanimidade, não aprovou o registro da referida operação, considerando que: (a) a CVM, conforme decisão no âmbito Processo CVM RJ 2004/6913, distinguiu os conceitos de “créditos” e de “direitos creditórios”, de forma a estabelecer que os “créditos” seriam os direitos já existentes enquanto os “direitos creditórios” abrangeriam os créditos e ainda os créditos futuros; e (b) o CRI, por definição legal, tem como lastro créditos imobiliários e não direitos creditórios, e, conseqüentemente, demandaria a prévia

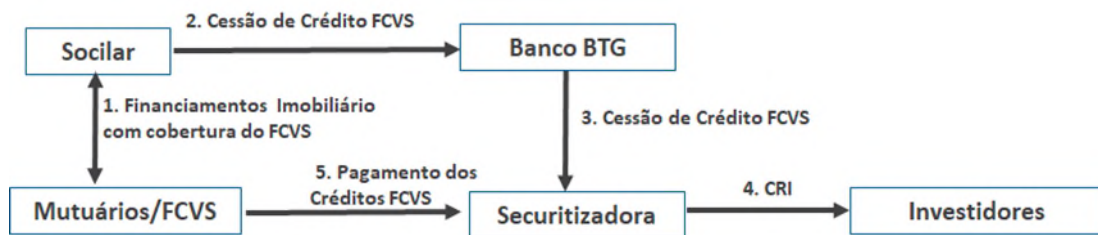
existência de todos os lastros com a sua prévia identificação no referido documento da operação.<sup>121</sup>

A partir dessa decisão não ficou mais possível a realização de emissões de CRI sem a vinculação de todos os créditos na data de emissão (considerando o valor e o prazo final do CRI), com a obrigação da revolvência dos créditos, ou seja, a adição de novos créditos após a data de emissão para fins de complementar o lastro total da operação.

### Caso FCVS

O Caso FCVS decorre de um recurso interposto pela Gaia Securitizadora S.A. contra decisão da SRE que indeferiu o pedido de registro definitivo da oferta pública de distribuição da 20ª série da sua 4ª emissão de CRI (Processo CVM RJ2013/7137).

A estrutura da operação encontra-se resumida abaixo:



<sup>121</sup> Conforme trechos do Voto do Presidente da época na CVM, Marcelo Trindade, descrito a seguir: 5. *Mais recentemente discutimos, no âmbito dos FIDC, a distinção entre os conceitos de créditos e de direitos creditórios, identificando que "[a] regulamentação refere-se a direitos creditórios, e não a créditos, porque freqüentemente os FIDC formam-se com a finalidade de adquirir créditos futuros, ainda não constituídos. Assim, são captados recursos dos condôminos (cotistas), sendo tais recursos destinados, pelo administrador, ao longo do período de existência do FIDC, à aquisição de créditos que vão sendo constituídos (e quitados) durante aquele período"* (Processo CVM RJ 2004/6913, de que fui Relator, decidido em 04.10.2005). 6. *Finalmente, com a edição da Instrução 444/06, que disciplina os FIDC não padronizados, ficou claro que os direitos creditórios podem ter por objeto créditos "de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas"* (art. 1, §1, VI). *Assim, a regulamentação estabeleceu que mesmo os direitos creditórios deverão ter por base relações já existentes, embora a existência do próprio crédito e seu montante possam ser incertos.* 7. *Diante disso, parece-me que a interpretação que a área técnica está dando ao art. 8 da Lei 9.514/97 é correta. A lei não fala em direitos creditórios, mas em "créditos imobiliários (...) expressamente vinculados à emissão", e ainda exige que do Termo de Securitização conste "a identificação do devedor e o valor nominal de cada crédito que lastreie a emissão, com a individualização do imóvel a que esteja vinculado e a indicação do Cartório de Registro de imóveis a que esteja registrado e respectiva matrícula, e bem como a indicação do ato pelo qual o crédito foi cedido". O art. 6 da lei define como CRI o "título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e constitui promessa de pagamento em dinheiro".* 8. *Portanto, concordo em que os ativos passíveis de securitização por meio de CRI são os créditos imobiliários, e não os direitos creditórios de origem imobiliária — adotando-se a distinção antes referida. Isto é: é preciso que o crédito esteja constituído, e seu valor seja determinado, para que se possa proceder à emissão de CRI com base nele. E isto se dá porque o CRI é um título de crédito criado por lei, cujas características não podem ser alteradas pela CVM.*

Conforme ilustração acima a estrutura tinha a seguinte característica:

- 1- A Socilar era titular de créditos oriundos de contratos de financiamento imobiliários celebrados no âmbito do SFH por Mutuários e agentes financeiros, nos quais os saldos residuais desses contratos de financiamento, gerados pela ocorrência de índices inflacionários superiores aos índices dos reajustes salariais (denominados “Resíduos Monetários”), contam com a co-responsabilidade do FCVS<sup>122</sup>;
- 2- A Socilar cedeu os créditos oriundos dos Resíduos Monetários para o Banco BTG;
- 3- O Banco BTG cedeu os referidos créditos dos Resíduos Monetários para a Gaia Securitizadora;
- 4- A Gaia Securitizadora vinculou os créditos dos Resíduos Monetários a uma emissão de CRI, a qual foi distribuída junto a investidores do mercado; e
- 5- Os créditos dos Resíduos Monetários seriam pagos diretamente para a Gaia Securitizadora.

O principal ponto de discussão de caso referiu-se à possibilidade de estruturação da operação em que não haveria a definição exata dos valores (referente aos Resíduos Monetários) e do fluxo de pagamento dos créditos lastro dos CRI. Segundo o entendimento da SRE, os Resíduos Monetários, no estágio em que se encontravam, não preenchiam os requisitos necessários para servirem de lastro para os CRI. Tais créditos estariam, portanto, pendentes de definições de outras características, a saber, o real montante das dívidas, bem como os prazos e formas de pagamento. Não havendo previsão do prazo de pagamento dos Resíduos

---

<sup>122</sup> O FCVS foi criado em 1967 com o objetivo de garantir a quitação junto aos agentes financeiros dos saldos remanescentes dos Contratos de Financiamento gerados pela ocorrência de índices inflacionários superiores aos índices dos reajustes salariais. O FCVS foi configurado como um seguro. Em caso de “sinistro”, ou seja, de “descasamento” entre as taxas nominais de crescimento da renda dos mutuários e de correção contratual dos saldos devedores. Dessa forma, o fundo assume o saldo residual não pago pelo mutuário no fim do prazo contratual, tornando-se, assim, devedor da instituição financeira que originara o crédito.

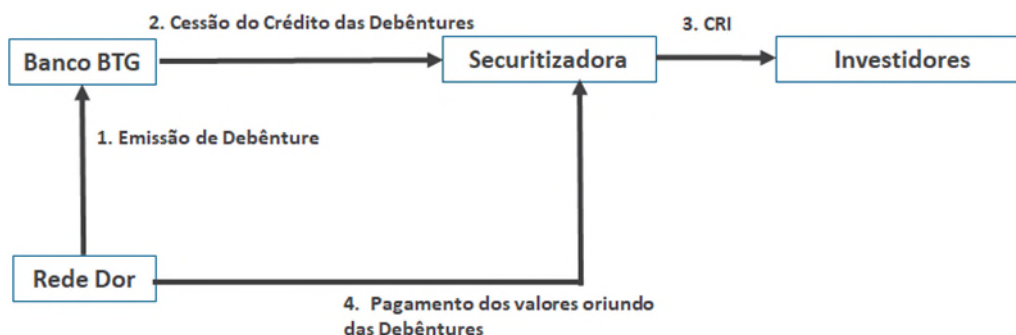
Monetários , não seria possível verificar uma correspondência entre o fluxo gerado por esses créditos imobiliários e o fluxo de pagamento dos CRI.

Infelizmente o Colegiado da CVM nunca concluiu o julgamento desse caso. Quando o processo foi pautado para análise e julgamento os CRI já tinham vencido e sido totalmente resgatados<sup>123</sup>. Por esse motivo o Colegiado entendeu que teria ocorrido a perda do objeto do caso sem entrar no mérito sobre os pontos levantados pela SRE.

#### Caso CRI Rede D’or I: Indeferimento do Lastro por Destinação

Talvez um dos casos que ficou mais conhecido pelo mercado de securitização brasileiro ocorreu quando tentou-se fazer uma emissão de CRI com lastro em uma emissão de debêntures da Rede D’or São Luiz S.A. (“Rede D’or”).

O caso foi avaliado pela SRE e pelo Colegiado da CVM no âmbito do Processo RJ2012/12177, no âmbito do pedido de registro da 289ª série de CRI da 1ª emissão da Brazilian Securities Companhia de Securitização e que tinha a seguinte estrutura ilustrada a seguir:



Conforme ilustração acima a estrutura tinha a seguinte característica:

- 1- A Rede D’or emitiu debêntures as quais foram subscritas pelo Banco BTG Pactual. A escritura de emissão das debêntures previa uma obrigação de destinação de recursos pela Rede D’or para a aquisição de terrenos, edificação e expansão de prédios hospitalares, todos individualmente identificados, não

<sup>123</sup> Os CRI desse caso tinham sido distribuídos no âmbito do registro provisório sendo que a discussão com a SRE iniciou no âmbito da discussão do registro definitivo.



havendo qualquer destinação para aquisição de máquinas, equipamentos ou demais bens relacionados à atividade comercial desenvolvida pela emissora;

2- O Banco BTG cedeu os créditos oriundos das debêntures para a Brazilian Securities Companhia de Securitização;

3- A Securitizadora vinculou os créditos oriundos das debêntures em uma emissão de CRI, a qual seria distribuída junto a investidores do mercado; e

4- A Rede D'or faria os pagamentos devidos no âmbito das debêntures diretamente em favor da Securitizadora.

O principal ponto de discussão desse caso referiu-se ao retorno das discussões acerca da possibilidade de enquadramento de um lastro de CRI pela sua destinação de recursos e não pela sua origem, fato que havia sido discutido no Caso EP mencionado anteriormente.

A área técnica da CVM ao interpretar novamente a exposição de motivos da Lei nº 9.514/97 recomendou ao Colegiado da CVM a aprovação da operação, por entender que as debêntures a serem emitidas pela Rede D'or com a finalidade de aquisição de terrenos, edificação e expansão de prédios hospitalares, projetos individualmente identificados, enquadram-se no conceito de crédito imobiliário para efeito de lastro de uma emissão de CRI.<sup>124</sup>

---

<sup>124</sup> Conforme trechos do Memo/SER/GER-1/Nº 15/2013, transcrito a seguir: "3.13. Destacamos o precedente supramencionado, por entendermos que o mesmo pudesse vir a suscitar alguma dúvida quanto à possibilidade de efetivação da estrutura de CRI prevista para o presente caso, por conta de eventual analogia entre os casos (o precedente e o atual). 3.14. Entretanto, afastamos essa possibilidade, pois na operação em tela, a Devedora, apesar de não ter como objeto social a exploração (com venda ou aluguel, por exemplo) dos imóveis que pretende adquirir, edificar ou expandir, utiliza-se de fato de financiamento imobiliário, ao emitir as Debêntures que serão subscritas pelo Coordenador Líder (o originador do crédito), com essa finalidade específica, consoante formalizada na Escritura das Debêntures. 3.15. Cabe ressaltar ainda que, diferentemente do precedente dos CRI de CIBRASEC mencionado acima, as Debêntures deverão ser honradas em dinheiro pela Devedora, independentemente do fluxo de caixa gerado por sua atividade econômica. 3.16. Ademais, há que se considerar a seguinte redação constante da exposição de motivos da Lei 9.514: "17. Para alavancar o mercado secundário de créditos imobiliários, o projeto de lei ora apresentado define uma nova modalidade de empresa - a companhia securitizadora imobiliária, organizada sob a forma de sociedade por ações, segundo modelo adotado com sucesso em outros países. Essa companhia irá operar mediante aquisição de créditos imobiliários junto às empresas originadoras desses créditos, isto é, aquelas que operam na realização de empréstimos para a aquisição ou produção de imóveis. De posse desses créditos, a companhia irá securitiza-los, transformando-os em títulos a serem negociados nos mercados financeiro e de capitais. Para tanto, o projeto de lei prevê a criação de um novo título de crédito - o Certificado de Recebíveis Imobiliários." (grifo nosso) 3.17. Dessa forma, tendo em vista a estrutura da operação ora analisada, conforme descrita na seção "I. Estrutura dos CRI e Características da Oferta", bem como o que preceitua a Lei 9.514, mais especificamente seus arts. 6º e 8º, destacados acima, e considerando ainda a exposição de motivos da referida Lei, entendemos que as Debêntures a serem emitidas pela

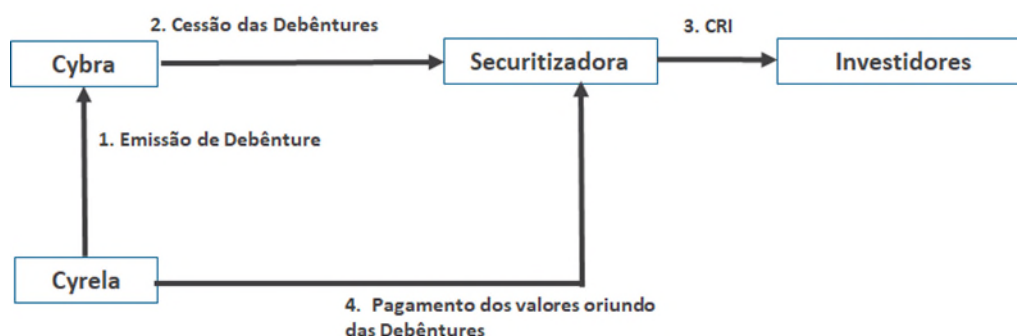
No entanto, o Colegiado da CVM, por unanimidade, discordou da manifestação da área técnica, por entender que o fluxo de pagamento da operação proposta não estaria relacionado aos imóveis, mas ao fluxo de caixa da Rede D’or, o que não permitiria a caracterização das debêntures como lastro de uma emissão de CRI.

Apesar do indeferimento da operação o Caso CRI Rede D’or I deixou clara a possibilidade de utilização dos CRI com lastros em títulos de dívida, desde que: (a) a dívida fosse emitida por empresa do setor imobiliário; e (b) o título objeto da operação estabelecesse uma obrigação de destinação de recursos para a aquisição de terrenos, edificação e expansão de outras edificações.

#### Caso CRI Cyrela: O Lastro por Destinação

Em 16 de agosto de 2016 o Colegiado da CVM julgou o pedido de reconhecimento acerca da inaplicabilidade do art. 6º, incisos I e II, da Instrução CVM nº 414/04, subsidiariamente, que seja concedida dispensa dos referidos requisitos normativos, no âmbito da 1ª série da 5ª emissão de CRI da Brazil Realty Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários S.A. (PROC. SEI 19957.000587/2016-51).

A estrutura da operação encontra-se resumida abaixo:



Conforme ilustração acima a estrutura tinha a seguinte característica:

---

*Devedora com a finalidade de aquisição de terrenos, edificação e expansão de prédios hospitalares, projetos individualmente identificados na Escritura das Debêntures e no Termo de Securitização, enquadram-se no conceito de crédito imobiliário para efeito de lastro de CRI, atendendo à legislação vigente.”*

- 1- A Cyrela emitiu debêntures as quais foram subscritas pela Cybra de Investimento Imobiliário Ltda. (“Cybra”)<sup>125</sup>. A escritura de emissão das debêntures previa uma obrigação de destinação de recursos pela Cyrela para desenvolvimento de determinados empréstimos imobiliários;
- 2- A Cybra cedeu os créditos oriundos das debêntures para a Brazil Realty Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários S.A.;
- 3- A Securitizadora vinculou os créditos oriundos das debêntures em uma emissão de CRI, a qual seria distribuída junto a investidores do mercado; e
- 4- A Cyrela comprometeu-se a fazer os pagamentos devidos no âmbito das debêntures diretamente em favor da Securitizadora.

Inicialmente, o assunto foi objeto de deliberação pelo Colegiado da CVM para fins de avaliar a aplicabilidade do artigo art. 6º, incisos I e II, da Instrução CVM nº 414/04, referente à possibilidade de os CRI serem destinados para investidores não qualificados, conforme transcrição dos dispositivos a seguir.

*“Art. 6º A oferta pública de distribuição de CRI destinada a investidores que não sejam qualificados, conforme definido em regulamentação específica, somente será admitida para CRI lastreados em créditos sobre os quais haja sido instituído o regime fiduciário previsto no art. 9º da Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997, originados:*

*I – de imóveis com “habite-se”, ou documento equivalente, concedido pelo órgão administrativo competente; ou*

*II – da aquisição ou da promessa de aquisição de unidades imobiliárias vinculadas a incorporações objeto de financiamento, desde que integrantes de patrimônio de afetação, constituído em conformidade com*

---

<sup>125</sup> A emissão das debêntures foram feitas em favor da Cybra em função de exigência da SRE acerca da necessidade de toda as emissões de CRI terem créditos imobiliários que tenham sido cedidos em favor da securitizadora, sem a possibilidade, dessa forma, da emissão direta do título.

*o disposto nos arts. 31-A e 31-B da Lei nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964.”*

No entanto, a PFE e o Colegiado avaliaram também a questão referente à destinação dos recursos, em continuidade ao discutido quando do Caso Rede D’or I mencionado anteriormente.

Conforme exposto acima a CVM, já no Caso Rede D’or I, deixou clara a possibilidade de utilização dos CRI com lastros em títulos de dívida, desde que: (a) a dívida fosse emitida por empresa do setor imobiliário; e (b) o título objeto da operação estabelecesse uma obrigação de destinação de recursos para a aquisição de terrenos, edificação e expansão de outras edificações.

Por conta disso, quando da análise do Caso Cyrela, a PFE<sup>126</sup> e a SRE<sup>127</sup> reconheceram que as debêntures do setor imobiliário poderiam ser objeto de lastro de uma emissão de CRI.

Além de reforçar o ponto referente à possibilidade de se estruturar CRI com lastro em títulos de dívida com destinação imobiliária (desde que o fluxo de pagamento fosse proveniente do setor imobiliário), o Caso Cyrela foi importante pois foi o primeiro caso em que a CVM concedeu dispensa para aplicação do artigo art. 6º, incisos I e II, da Instrução CVM nº 414/04, permitindo que as ofertas de CRI fossem destinadas para investidores não qualificados.

---

<sup>126</sup> O Parecer nº 00065/2016/GJU – 2/PFE-CVM/PGF/AGU originalmente concluiu que o crédito corporativo não estaria apto a justificar a emissão dos CRI’s, de acordo com decisões anteriores do colegiado da CVM. No entanto, o Despacho nº 00076/2016/GJU – 2/PFE-CVM/PGF/AGU concluiu-se forma contrária, conforme transcrito a seguir: *“Parecer Assim, apesar de as razões da PFE CVM terem sido mencionadas ao longo da decisão proferida pelo Colegiado, o fato é que não houve análise do mérito do pedido de reconsideração. Portanto, a decisão que indeferiu o pedido de registro “por entender que o fluxo de pagamento da operação proposta não estaria relacionado aos imóveis, mas ao fluxo de caixa da Devedora”, permaneceu inalterada quanto aos seus fundamentos. De volta ao presente caso, verifico que a empresa que figura como devedora na operação é companhia aberta que tem por objeto social “a incorporação, a compra e a venda de imóveis prontos ou a construir, residenciais e comerciais, terrenos e frações ideais, a locação e administração de bens imóveis, a construção de imóveis e a prestação de serviços de consultoria em assuntos relativos ao mercado imobiliário”. A peculiaridade da operação examinada reside no fato de que o pagamento será efetuado com recursos decorrentes da exploração do objeto social de empresa do setor imobiliário, e não somente dos empreendimentos imobiliários indicados como destinatários dos recursos captados. Salvo melhor juízo, considero que a operação, nesse aspecto, encontra-se de acordo com o entendimento firmado na decisão proferida pelo Colegiado da CVM no Processo nº RJ 2012/12177, uma vez que o fluxo de pagamento da operação encontra se relacionado ao setor imobiliário.”*

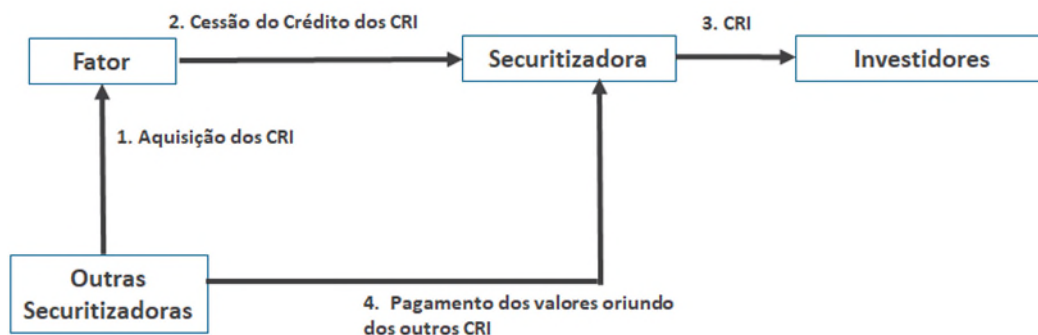
<sup>127</sup> Conforme trechos do Memorando nº 84/2016-CVM/SRE/GER-1, transcrito a seguir: *“(…) 46. Sobre essa questão, concordamos com o entendimento da PFE-CVM de que o fluxo de pagamento da presente operação encontra-se relacionado ao setor imobiliário, considerando o objeto social da Devedora. (...) 57. Dessa forma, desde que observados os requisitos acima mencionados, reiteramos nosso entendimento, em linha com a manifestação da PFE-CVM, de que a operação em tela, lastreada em debêntures de emissão da Cyrela, não fere entendimento vigente do Colegiado da CVM com relação a operações dessa natureza, manifestado no âmbito do Processo CVM nº RJ-2012-12177 (caso Rede D’or).”*

Após esse caso foram concedidas dispensas semelhantes para emissões de CRI lastreadas em títulos de dívida de emissão de outras empresas do setor imobiliário, tendo o Colegiado da CVM editado a Deliberação CVM nº 772, de 7 de junho de 2017, autorizando a SRE a conceder essas dispensas, desde que a operação apresentasse as seguintes características: (i) o lastro dos CRI seja constituído por créditos imobiliários devidos pelo seu emissor independentemente de qualquer evento futuro; (ii) o emissor dos créditos imobiliários que constituem o lastro dos CRI seja companhia aberta; (iii) a companhia emissora dos títulos que constituem o lastro dos CRI seja atuante no setor imobiliário, conforme consta de seu estatuto social; (iv) conforme exigido pelo caput do art. 6º da Instrução CVM nº 414/04 para CRI destinados a investidores não qualificados, seja instituído o regime fiduciário, previsto no art. 9º da Lei nº 9.514/97, sobre os créditos que lastreiem a emissão; (v) conforme exigido pelo § 6º do art. 7º da Instrução CVM nº 414/04 para CRI destinados a investidores não qualificados, seja elaborado ao menos um relatório de agência classificadora de risco atribuído aos CRI; (vi) haja a previsão nos documentos da oferta de que o agente fiduciário seja o responsável por verificar o direcionamento dos recursos captados a imóveis, de modo a configurar o vínculo previsto pelo inciso I do art. 8º da Lei 9.514/97; e (vii) haja a previsão nos documentos da oferta de que o direcionamento dos recursos captados a imóveis será realizado até a liquidação dos CRI.

#### Caso CRI com Lastro em CRI

Em 22 de novembro de 2016 o Colegiado da CVM julgou recurso interposto pela Gaia Securitizadora S.A. e pelo Banco Fator S.A. contra decisão da SRE que indeferiu o pedido de registro definitivo da oferta pública de distribuição das 1ª e 2ª séries de CRI da 5ª emissão da referida securitizadora.

A estrutura da operação encontra-se resumida abaixo:



Conforme ilustração acima a estrutura tinha a seguinte característica:

- 1- O Banco Fator (“Fator”) subscreveu ou adquiriu diversos CRI no mercado;
- 2- O Fator cederia os créditos oriundos dos outros CRI em favor da Gaia Securitizadora S.A.;
- 3- A Securitizadora vincularia os créditos oriundos dos outros CRI em uma emissão de CRI, a qual seria distribuída junto a investidores do mercado; e
- 4- Os recursos oriundos dos outros CRI seriam direcionados para a conta da Securitizadora.

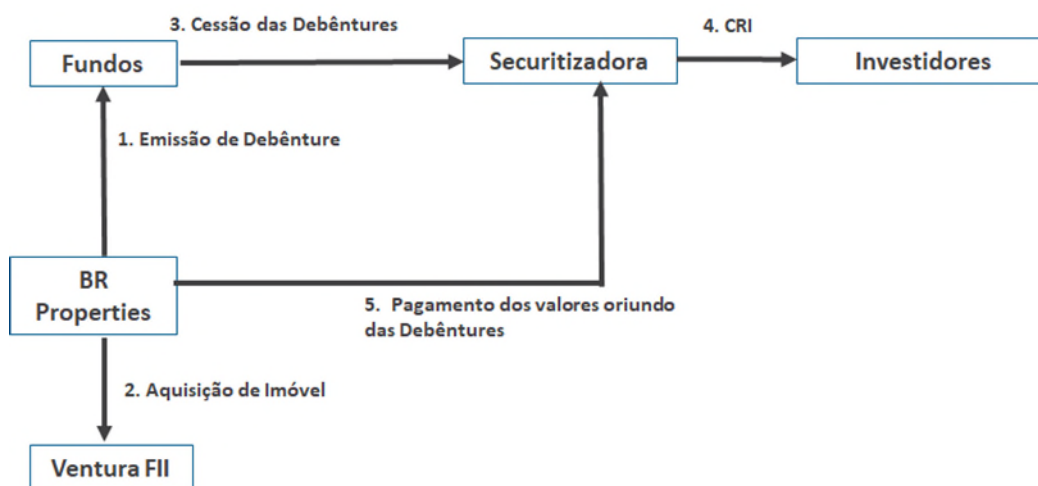
O caso acima torna-se interessante e importante pois se assemelha a estruturas do mercado norte americano em que títulos de securitização podem ter com lastro outros títulos de securitização o que poderia representar um aumento desse número de estruturas no país. A SRE, em sua visão preliminar, concluiu acerca da impossibilidade dessa estrutura por não atender ao previsto na Lei nº 9.514/97.

Infelizmente, tendo em vista que as partes desistiram da operação, o Colegiado não julgou de forma definitiva o assunto, o que inviabiliza uma maior discussão acerca do presente caso.

Caso CRI BR Properties: A Substância Econômica dos Lastros

Em 26 de junho de 2017 o Colegiado da CVM julgou interposto por RB Capital Companhia de Securitização e Banco Itaú BBA S.A. contra exigências elaboradas pela SRE no âmbito do pedido de registro de oferta pública de distribuição das 149ª, 150ª e 151ª séries da 1ª emissão de CRI da referida securitizadora.

A estrutura da operação encontra-se resumida abaixo:



Conforme ilustração acima a estrutura tinha a seguinte característica:

- 1- A BR Properties emitiu debêntures as quais foram subscritas por determinados fundos de investimentos. A escritura de emissão das debêntures previa uma obrigação de destinação de recursos para aquisição de imóvel detido pela Ventura FII, fundo de investimento imobiliário, que tinha como cotista a própria BR Properties;
- 2- Com os recursos oriundos da emissão das debêntures a BR Properties adquiriu o imóvel de titularidade do Ventura FII, fundo de investimento imobiliário que tinha como cotista a própria BR Properties;
- 3- Os fundos cederiam os créditos oriundos das debêntures em favor da Cybra cedeu os créditos oriundos das debêntures para a RB Capital Companhia de Securitização;

4- A Securitizadora vinculou os créditos oriundos das debêntures em uma emissão de CRI, a qual seria distribuída junto a investidores do mercado; e

5- A BR Properties comprometeu-se a fazer os pagamentos devidos no âmbito das debêntures diretamente em favor da Securitizadora.

O caso acima foi o primeiro a discutir conceitos relacionados: (a) à emissão de CRI para reembolso de gastos imobiliários realizados anteriormente; e (b) à substância econômica dos lastros a serem estruturados.

A SRE entendeu que a operação em questão não atenderia à finalidade da Lei nº 9.514/97, de promover o financiamento imobiliário em geral, uma vez que os recursos obtidos com a emissão das debêntures lastro dos CRI foram destinados à aquisição do Imóvel, que já pertencia indiretamente à BR Properties, dado que o Ventura FII era detido pela própria BR Properties. Adicionalmente, segundo a área técnica, nas operações lastreadas em créditos imobiliários na sua destinação, como ocorreu no presente caso, o vínculo imobiliário não poderia dar-se por meio de reembolso de valor pago no âmbito de transações imobiliárias passadas. Para a SRE, nesses casos, a destinação dos recursos a imóveis somente cumpriria o objetivo de desenvolver o mercado imobiliário brasileiro, em linha com a Lei nº 9.514/97, se ocorrer posteriormente à captação dos recursos oriundos da emissão dos CRI.

O Colegiado da CVM, por meio do voto do então Presidente Leonardo Pereira, destacou que as debêntures emitidas no presente caso não cumpriram com o conceito de crédito imobiliário por conta da maneira como foi estruturada. Isso porque, o Colegiado verificou que os valores captados por meio das debêntures permaneceram no caixa da própria BR Properties, livres de qualquer destinação, tendo em vista que na mesma assembleia geral de cotistas do Ventura FII que aprovou a compra e venda do imóvel, realizada no dia seguinte à emissão das debêntures, foi deliberada também a liquidação do Fundo Ventura com a entrega da totalidade do seu patrimônio aos cotistas (que era a própria BR Properties), incluindo os próprios recursos oriundos da compra e venda. Assim, para o Colegiado da CVM a operação aparentaria ser desprovida de qualquer substância econômica, tendo sido idealizada com o objetivo principal de constituir, artificialmente, o lastro dos CRI.

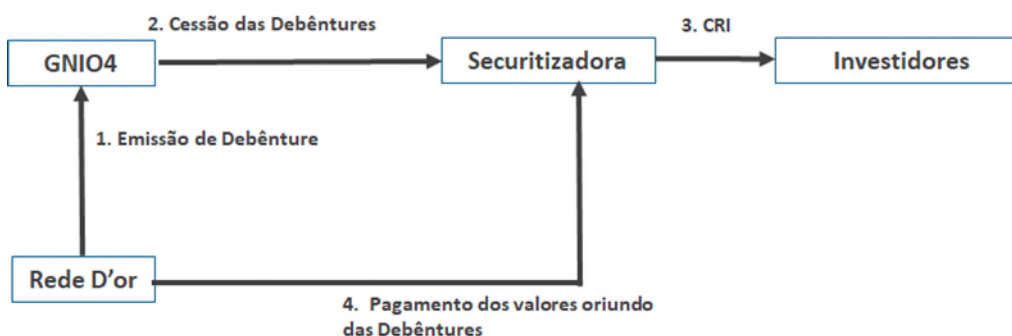


Com a decisão do Colegiado no Caso BR Properties passou-se a avaliar em todas as operações a substância econômica das transações, excluindo àqueles que pudessem ser enquadradas exclusivamente para auferir vantagens da emissão de um CRI.

#### Caso Rede D'or II: Ampliação do Lastro por Destinação

Em 12 de dezembro de 2017 o Colegiado da CVM avaliou novamente uma nova emissão de CRI, com lastro em debêntures da Rede D'or, no âmbito da 157ª série da 1ª emissão da RB Capital Companhia de Securitização (Proc. SEI 19957.010578/2017-50).

A estrutura da operação encontra-se resumida abaixo:



Conforme ilustração acima a estrutura tinha a seguinte característica:

- 1- A Rede D'or emitiu debêntures as quais foram subscritas pela Gnio4 Empreendimentos Imobiliários Ltda. (“GNIO4”)<sup>128</sup>. A escritura de emissão das debêntures previa uma obrigação de destinação de recursos pela Rede D'or para a construção, expansão, desenvolvimento e reforma de determinados imóveis e/ou empreendimentos imobiliários, diretamente pela Rede D'or ou por meio de suas subsidiárias;
- 2- A GNIO4 cedeu os créditos oriundos das debêntures para a RB Capital Companhia de Securitização;

<sup>128</sup> A emissão das debêntures foram feitas em favor da GNIO4 em função de exigência da SRE acerca da necessidade de toda as emissões de CRI terem créditos imobiliários que tenham sido cedidos em favor da securitizadora, sem a possibilidade, dessa forma, da emissão direta do título.

3- A Securitizadora vinculou os créditos oriundos das debêntures em uma emissão de CRI, a qual seria distribuída junto a investidores do mercado; e

4- A Rede D'or comprometeu-se a fazer os pagamentos devidos no âmbito das debêntures diretamente em favor da Securitizadora.

O presente caso retornou a discussão acerca dos lastros de CRI compostos por títulos de crédito que, até então, para serem enquadrados como lastro de CRI deveriam ter uma destinação imobiliária e serem devidos por empresa do setor imobiliário, por força dos precedentes mencionados anteriormente.

Ou seja, até o presente caso, a destinação dos recursos imobiliária constante do instrumento de dívida não era suficiente para enquadramento da operação como lastro de CRI, devendo estar atrelada ao cumprimento do requisito subjetivo do seu emissor ser do setor imobiliário.

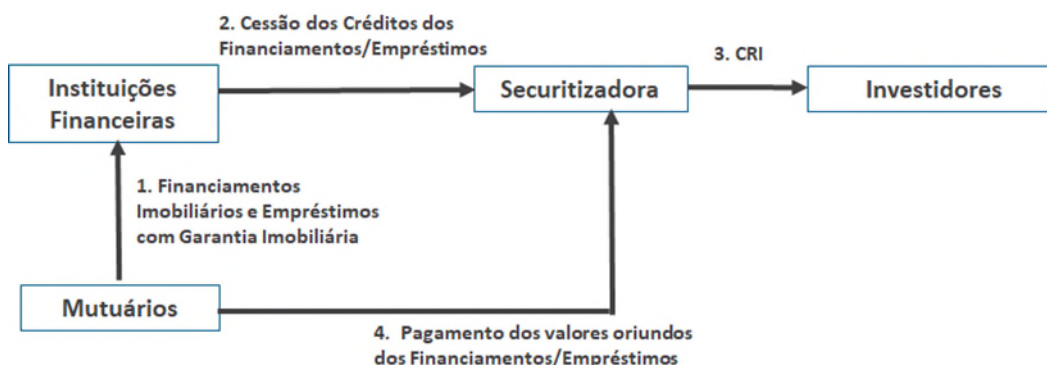
Ao analisar o novo pleito o Colegiado da CVM aceitou a manifestação da SRE, consubstanciada no Memorando nº 65/2017-CVM/SRE/GER-1, de que, embora a Devedora não tenha como objeto social atividade tipicamente imobiliária, o efetivo direcionamento dos recursos à atividade imobiliária configuraria o vínculo previsto pelo inciso I do art. 8º da Lei nº 9.514/97.

Com a reversão do entendimento anterior passou-se a ser possível a emissão de CRI com lastro em títulos de dívida de empresas não integrantes do setor imobiliário, desde que o título apresentasse destinação de recursos imobiliária, nos termos dos últimos precedentes da CVM.

#### Caso Home Equity

Em 2018 o Colegiado da CVM julgou o recurso interposto por CM Capital Markets DTVM Ltda. e Barigui Securitizadora S.A. contra decisão da SRE, no âmbito do pedido de registro da oferta pública de distribuição de CRI das séries 62ª e 63ª da 1ª emissão da Barigui Securitizadora S.A.

A estrutura da operação encontra-se resumida abaixo:



Conforme ilustração acima a estrutura tinha a seguinte característica:

- 1- As Instituições Financeiras eram titulares de créditos oriundos de diversos empréstimos, incluindo financiamentos imobiliários e os empréstimos com garantia imobiliária. No primeiro caso (financiamento imobiliário), os recursos oriundos desse empréstimo foram destinados para aquisição, construção ou reforma de um imóvel, contando ainda com garantia imobiliária. Já os empréstimos com garantia imobiliário não apresentavam nenhuma obrigação de destinação de recursos, tendo apenas uma garantia imobiliária;<sup>129</sup>
- 2- As instituições financeiras cederam os créditos oriundos dos empréstimos referidos no item 1 para a Barigui Securitizadora S.A.;
- 3- A Securitizadora vinculou os créditos oriundos dos referidos empréstimos em uma emissão de CRI, a qual seria distribuída junto a investidores do mercado; e
- 4- Os recursos oriundos do pagamento de tais empréstimos seriam feitos diretamente em favor da Securitizadora.

<sup>129</sup> A operação contava com 82 contratos de financiamento ou empréstimos, sendo: (i) 28 contratos de financiamento de unidades hoteleiras integrantes do Condomínio Mundial Jundiaí (Condo-hotel), garantidos por alienação fiduciária constituída sobre os imóveis a eles vinculados; (ii) 43 contratos de financiamento de imóveis residenciais ou salas comerciais, também garantidos por alienação fiduciária constituída sobre os imóveis a eles vinculados; e (iii) 11 contratos de empréstimo com garantia em alienação fiduciária de imóveis residenciais ou comerciais.

No presente caso a discussão se resumiu acerca do enquadramento de parte dos créditos vinculados aos CRI, em especial, aos empréstimos com garantia imobiliária, mútuos que não possuíam nenhuma destinação imobiliária. A SRE solicitou que tais créditos deveriam ser excluídos da operação por entender que contratos de mútuos desvinculados de transações imobiliárias não poderiam ser utilizados como lastro para a emissão de CRI, haja vista que a natureza jurídica dos créditos imobiliários elegíveis para tal não é caracterizada pela alienação fiduciária outorgada, e sim por decorrer de negócio envolvendo bem imóvel.

No entanto, o Colegiado da CVM, por maioria, decidiu que tais créditos poderiam ser lastro de CRI, tendo em vista que: (i) o empréstimo a pessoal natural com pacto adjeto de alienação fiduciária de imóvel em garantia constitui crédito imobiliário na sua origem, uma vez que o proprietário tira proveito econômico do seu imóvel, mediante a outorga da garantia real, para obter recursos a custos reduzidos; (ii) nessa modalidade de mútuo, verifica-se a vinculação do valor de alienação do imóvel à satisfação do crédito, visto que o credor tem a segurança de receber a prestação devida a partir do produto obtido com a execução da garantia, em caso de inadimplemento.

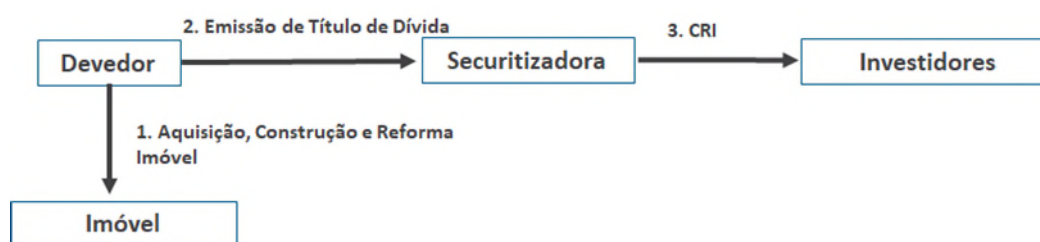
Adicionalmente, o Colegiado destacou a pertinência desse empréstimo com o mercado imobiliário, evidenciada pelo fato de o originador ser companhia hipotecária, integrante do SFI e do SFH, que tem por objeto típico a concessão de empréstimos e financiamentos garantidos por alienação fiduciária de bens imóveis (nos termos da Resolução CMN nº 2.122/1994, art. 3º, II). Assim, ao permitir-se que o mútuo sirva de lastro para a emissão do CRI, contribui-se para a expansão das atividades desempenhadas por esse participante do mercado imobiliário.

Por fim, ressaltou o Colegiado que a admissão dessa modalidade de empréstimo como lastro de CRI se mostra consentânea com o entendimento que vem sendo adotado pelo BACEN e o CMN a respeito da qualificação do crédito imobiliário, como se vê da Circular BACEN nº 3.614/2012, relativa à LCI, e da Resolução CMN nº 4.598/2017, que regulamentou a LIG. Tratar-se-ia, portanto, de interpretação sobre o conceito de crédito imobiliário que promove a coerência regulatória entre os diferentes instrumentos de captação de recursos utilizados no âmbito do mercado imobiliário.

Casos CRI por Reembolso

Em julho de 2019 o Colegiado da CVM deliberou a consulta realizada pela XP Investimentos CCTVM S.A. e outros, acerca da possibilidade de estruturação de CRI com lastro em crédito imobiliário que envolva o reembolso de despesas já incorridas no setor imobiliário (Processo SEI 19957.001522/2017-12).

Como tratava-se de uma consulta não há o que se falar em nenhuma operação específica. No entanto, para fins de ilustração a estrutura da consulta encontra-se resumida abaixo:



Conforme ilustração acima a estrutura da consulta tinha a seguinte característica:

- 1- É comum que empresas tenham despesas referentes à aquisição, construção e/ou reforma de imóveis;
- 2- Nesse contexto, consultava-se acerca da possibilidade de empresas emitirem títulos de dívida com a identificação de todas essas despesas imobiliárias, devidamente detalhadas nos documentos de emissão do título de dívida e nos documentos dos CRI, contendo, no mínimo, a identificação dos valores envolvidos, detalhamento dos gastos, a especificação individualizada dos imóveis aos quais os gastos estejam vinculados, e a indicação do Cartório de Registro de Imóveis em que esteja registrado e respectiva matrícula. Ainda, essas despesas abrangeriam apenas gastos que tivesse sido incorridos em data igual ou inferior a 24 (vinte e quatro) meses do encerramento da oferta pública dos CRI;
- 3- A Securitizadora vincularia esse título de dívida a uma emissão de CRI (replicando toda a descrição das despesas mencionadas anteriormente), a qual seria distribuída junto a investidores do mercado.

O tema central em relação a esse caso era o da possibilidade de estruturar CRI em que os títulos de dívida tivessem como destinação o reembolso de gastos já incorridos pelos seus emissores. Isso pois a Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011, permitia a estruturação de determinados valores mobiliários para fins de reembolso de despesas, notadamente, àquelas oriundas de 24 (vinte e quatro) meses que antecedessem o encerramento da oferta.<sup>130</sup>

Ou seja, haveria a possibilidade de se estruturar CRI para fins de reembolso de despesas imobiliárias, ainda que esses CRI não observassem as regras constantes na Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011?

Na análise do caso a SRE se manifestou de que a Lei nº 12.431/11 criou condições especiais para a emissão de CRI e outros valores mobiliários para que tenham o tratamento tributário nela previsto, buscando o atendimento a uma política de Estado que visa promover o financiamento de longo prazo voltado para projetos de investimento com ênfase em infraestrutura. Assim, na visão da SRE, a menção expressa na Lei nº 12.431/11 a “reembolso” de gastos e despesas só poderia ser aceitável na emissão de CRI que se enquadrem integralmente ao disposto da referida lei, observando todos os requisitos nela exigidos.

No entanto, o Colegiado da CVM, acompanhando o voto da Diretora Flávia Perlingeiro, decidiu pela possibilidade de estruturação de CRI (regidos ou não pela Lei nº 12.431/11) com

---

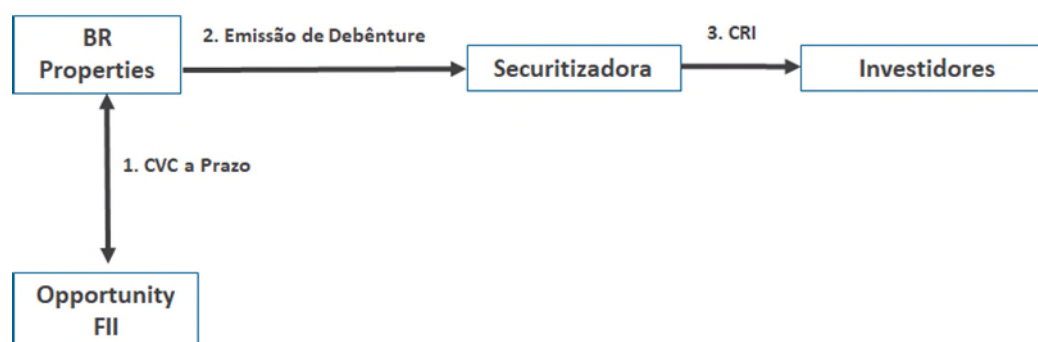
<sup>130</sup> Conforme previsto no artigo 1º, I, Parágrafo Primeiro “B” e Primeiro “C” da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011, transcrito a seguir: “Art. 1º Fica reduzida a 0 (zero) a alíquota do imposto sobre a renda incidente sobre os rendimentos definidos nos termos da alínea a do § 2º do art. 81 da Lei nº 8.981, de 20 de janeiro de 1995, quando pagos, creditados, entregues ou remetidos a beneficiário residente ou domiciliado no exterior, exceto em país que não tribute a renda ou que a tribute à alíquota máxima inferior a 20% (vinte por cento), produzidos por: I - títulos ou valores mobiliários adquiridos a partir de 1º de janeiro de 2011, objeto de distribuição pública, de emissão de pessoas jurídicas de direito privado não classificadas como instituições financeiras; ou” (...) “§ 1º-B. Para fins do disposto no inciso I do caput, os certificados de recebíveis imobiliários deverão ser remunerados por taxa de juros pré-fixada, vinculada a índice de preço ou à TR, vedada a pactuação total ou parcial de taxa de juros pós-fixada, e ainda, cumulativamente, apresentar os seguintes requisitos: I - prazo médio ponderado superior a 4 (quatro) anos, na data de sua emissão; II - vedação à recompra dos certificados de recebíveis imobiliários pelo emissor ou parte a ele relacionada e o cedente ou originador nos 2 (dois) primeiros anos após a sua emissão e à liquidação antecipada por meio de resgate ou pré-pagamento, salvo na forma a ser regulamentada pelo Conselho Monetário Nacional; III - inexistência de compromisso de revenda assumido pelo comprador; IV - prazo de pagamento periódico de rendimentos, se existente, com intervalos de, no mínimo, 180 (cento e oitenta) dias; V - comprovação de que os certificados de recebíveis imobiliários estejam registrados em sistema de registro, devidamente autorizado pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM, nas respectivas áreas de competência; e VI - procedimento simplificado que demonstre o compromisso de alocar os recursos captados no pagamento futuro ou no reembolso de gastos, despesas ou dívidas relacionados a projetos de investimento, inclusive os voltados à pesquisa, ao desenvolvimento e à inovação. § 1º-C. O procedimento simplificado previsto nos incisos VI dos §§ 1º, 1º-A e 1º-B deve demonstrar que os gastos, despesas ou dívidas passíveis de reembolso ocorreram em prazo igual ou inferior a 24 (vinte e quatro) meses da data de encerramento da oferta pública.

lastro em crédito imobiliário considerado por força de sua destinação, que envolva, parcial ou totalmente, o reembolso de despesas de natureza imobiliária e predeterminadas, diretamente atinentes à aquisição, construção e/ou reforma de imóveis específicos, exaustivamente indicados na documentação da oferta, incorridas anteriormente à emissão dos CRIs, desde que, nesse caso: (i) sejam detalhadamente especificadas no termo de securitização e no instrumento de dívida que contenha os termos do financiamento imobiliário em questão, contendo, no mínimo, a identificação dos valores envolvidos, detalhamento das despesas, a especificação individualizada dos imóveis vinculados aos quais as despesas se referem e a indicação do Cartório de Registro de Imóveis em que esteja registrado e respectiva matrícula; (ii) tenham sido incorridas em prazo igual ou inferior a 24 (vinte e quatro) meses de antecedência com relação à data de encerramento da oferta pública dos CRI; e (iii) sejam objeto de verificação pelo agente fiduciário, ao qual deverão ser apresentadas todas as notas fiscais, escrituras e demais documentos que comprovem tais despesas.

Após essa decisão a principal dúvida do mercado se relacionava com ao tipo de gasto que poderia ser objeto de reembolso, em especial acerca da possibilidade do reembolso de valores pagos ou a pagar a título de financiamentos imobiliários e de contratos de compra e venda de imóveis.

Essas dúvidas foram parcialmente respondidas quando o Colegiado da CVM, em 26 de junho de 2017, o pedido de registro da oferta pública de distribuição de CRI da 218ª série da 1ª emissão de True Securitizadora S.A., lastreados em direitos creditórios representados por debêntures simples, não conversíveis em ações, da espécie quirografária, emitidas pela BR Properties S.A. (Processo SEI 19957.008097/2019-46).

A estrutura da operação encontra-se resumida abaixo:



Conforme ilustração acima a estrutura da consulta tinha a seguinte característica:

- 1- A BR Properties e o Opportunity FII celebraram compromisso de compra e venda, pelo qual a BR Properties obrigou-se a adquirir determinado imóvel mediante o pagamento das parcelas a prazo;
- 2- A BR Properties celebraria emissão de debêntures prevendo que os recursos captados seriam destinados, até a data de vencimento dos CRI e das debêntures, para o pagamento e/ou o pré-pagamento, ao Opportunity FII, de parcelas do preço de aquisição, incluindo os valores relativos ao saldo devedor, acrescido da atualização monetária, dos juros remuneratórios e de eventuais multas contratuais, conforme aplicável, pela BR Properties, do imóvel objeto do CVC, sendo que eventual saldo remanescente dos recursos líquidos obtidos pela BR Properties com as debêntures seriam integralmente destinados para o reembolso das parcelas vencidas e adimplidas pela BR Properties dentro do período compreendido entre 15 de dezembro de 2018 e 15 de julho de 2019; e
- 3- A Securitizadora vincularia os créditos oriundos das debêntures em uma emissão de CRI, a qual seria distribuída junto a investidores do mercado.

No entendimento da SRE, os recursos captados pela emissão de CRI só poderiam ser destinados ao reembolso ou pagamento futuro de custos e despesas diretamente atinentes à aquisição de imóveis quando ela tenha ocorrido entre os 24 meses que antecedem o encerramento da Oferta e o vencimento dos CRI, de modo que parcelas referentes a um contrato de compra e venda ou de financiamento de imóvel firmado anteriormente a esse prazo não seriam elegíveis à referida destinação de recursos.

Após analisar o caso, o Colegiado deliberou, por unanimidade, dar provimento ao Recurso. O Colegiado destacou, de início, que o pagamento de parcelas vincendas do preço de aquisição de imóveis já adquiridos não constitui reembolso de custos e despesas. No entendimento Colegiado, as despesas e gastos futuros, decorrentes das parcelas vincendas do contrato de compra e venda, são créditos imobiliários por força de sua destinação, uma vez que os recursos captados pelos CRI serão direcionados para o pagamento da aquisição do imóvel objeto do empreendimento imobiliário.

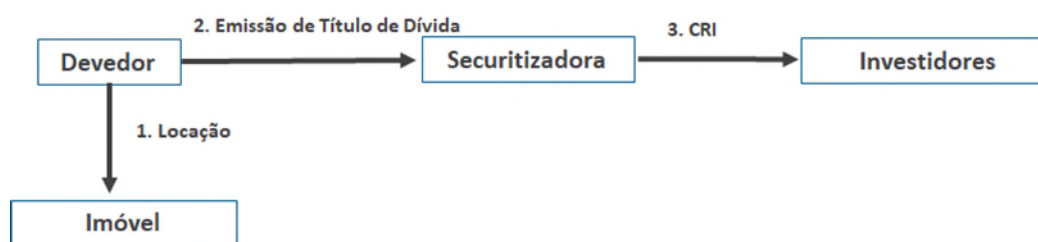


Além disso, o Colegiado entendeu que a finalidade da Lei nº 9.514/97 estaria atendida no caso concreto, na medida em que operações de crédito desta natureza fomentam o mercado imobiliário, seja porque, no presente caso, as atividades da Devedora estão diretamente relacionadas com o desenvolvimento de empreendimentos imobiliários, seja porque, em casos futuros, este precedente poderá ser utilizado como balizador para a implementação de novos negócios neste setor.

### Caso CRI Com Destinação para Pagamento de Aluguel

Em 11 de fevereiro de 2022 a SSE respondeu consulta formulada pela XP Investimentos em relação à possibilidade de que empresas sem vínculo com o setor imobiliário realizem uma emissão de debêntures a serem subscritas por uma securitizadora para emissão dos CRI, pela qual serão captados recursos com investidores para que, necessariamente, a empresa emissora da debênture destine os recursos líquidos da emissão ao pagamento de aluguéis junto aos proprietários dos imóveis que serão utilizados como centros de distribuição.

Como trata-se de uma consulta não há o que se falar em relação a nenhuma operação específica. No entanto, a consulta sugeriria uma operação com a estrutura resumida abaixo:



Conforme ilustração acima a estrutura da consulta tinha a seguinte característica:

- 1- Determinado devedor (seja ou não do setor imobiliário) loca imóveis para exercer a sua atividade empresarial, sendo, dessa forma devedor de aluguéis conforme pactuado no referido instrumento locatício;

2- O Devedor emitiria debêntures prevendo que os recursos captados seriam destinados para o pagamento das despesas dos alugueis mencionados no item 1;  
e

3- A Securitizadora vincularia os créditos oriundos das debêntures em uma emissão de CRI, a qual seria distribuída junto a investidores do mercado.

Essa consulta tratou tema interessante pois sugeriu a ampliação do tipo de gasto objeto da destinação de recursos, incluindo os gastos oriundos do pagamento de alugueis.

A SSE por meio do Ofício nº 4/2022/CVM/SSE/SSE-Assessoria, entendeu que seria possível a estruturação de CRI cuja a destinação de recursos seja o pagamento de alugueis, desde que:

- (i) seja realizada a averbação da totalidade dos contratos de aluguel, utilizados como lastro das debentures e, indiretamente, dos CRI, nos Cartórios de Registro de Imóveis em que o respectivo imóvel/matricula esteja registrado;
- (ii) os termos dos referidos contratos de aluguel estejam especificados no termo de securitização e no instrumento de dívida, contendo, no mínimo, a identificação dos valores envolvidos, o detalhamento das despesas, a especificação individualizada dos imóveis vinculados a cada contrato firmado, deixando clara a vinculação entre contratos e imóveis, e a equiparação entre despesa e lastro;
- (iii) o lastro dos CRI/Debentures seja constituído por créditos imobiliários devidos pelo seu emissor independentemente de qualquer evento futuro. Portanto, os montantes securitizados com base nos aluguéis deverão se limitar ao valor e à duração dos contratos em vigor, não devendo deles constar valores referentes a potenciais aditamentos e/ou renovações destes contratos ou, ainda, a estimativas de despesas referentes a contratos com outros locadores/imóveis que possam vir a ser firmados no futuro;
- (iv) os contratos de aluguel e respectivas despesas sejam objeto de verificação pelo agente fiduciário, ao qual deverão ser apresentados comprovantes de pagamentos e demais documentos que comprovem tais despesas; e

(v) sejam estritamente observados os subitens (i) a (vii) do item 29 do Ofício-Circular nº 1/2020-CVM/SRE.

Ressalta-se que o entendimento acima é exclusivo da SSE, não tendo sido objeto de deliberação pelo colegiado da CVM.

### **Definição de Crédito Imobiliário para fins Lastro de CRI**

A partir da evolução dos casos que foram submetidos para análise da CVM pode-se classificar os créditos imobiliários em 2 (duas) categorias, sendo a primeira os créditos imobiliários classificados pela origem e o segundo pela sua destinação.

Os créditos imobiliários enquadrados pela origem representam negócios que pela sua própria natureza isolada já são considerados aptos a lastrear uma emissão de CRI, quais sejam: (a) compra e venda de imóveis; (b) contratos de aluguel de imóveis; e (c) empréstimos com garantia imobiliária concedidos para pessoas físicas.

Em contrapartida, os créditos imobiliários enquadrados pela destinação, representam negócios que isoladamente não podem ser considerados aptos a lastrear uma emissão de CRI, dependendo da aplicação dos recursos oriundos da emissão do respectivo título de dívida para um empreendimento imobiliário específico como condição para permitir a sua vinculação a uma emissão de CRI (seja destinação passada ou destinação futura).

Por fim, ressalta-se que essa é a conclusão que pode-se chegar nessa data acerca do conceito de crédito imobiliário para fins das emissões de CRI, considerando a jurisprudência atual da CVM. Ainda existem diversos questionamentos acerca de possíveis novos lastros de CRI.

Nesse sentido, no intuito de auxiliar reguladores e operadores do direito na avaliação das novas demandas para fins de enquadramento como emissão de CRI propõe-se a criação de um conceito de crédito imobiliário, conforme explicitado a seguir.

Para a criação do conceito, inicialmente, deve-se avaliar qual foi a intenção do legislador quando da criação dos CRI. Os CRI, conforme reconhecido pela CVM no âmbito do Caso Rede D'or I, têm como objetivo fomentar a aquisição ou produção de imóveis brasileiros, além da criação de um mercado secundário para os créditos imobiliários.

Assim, todo e qualquer negócio que tenha o objetivo ceder créditos imobiliários ou fomentar a aquisição ou produção de imóveis deveria ser passível de ser enquadrado como lastro de CRI. Na avaliação de quais negócios enquadram-se no objetivo estabelecido pelo legislador a expressão “fomentar a aquisição ou produção de imóveis” não deve resultar na interpretação de que apenas negócios que tenham como objetivo a aquisição ou construção de um imóvel poderiam ser utilizados como lastro de CRI.

Isso pois o fomento da aquisição ou construção de um imóvel deve-se ser interpretado de forma ampla, considerando os benefícios que determinada pessoa pode ter ao deter um imóvel. Por exemplo, o titular de um imóvel pode oferecê-lo em garantia para adimplemento de uma operação financeira, por meio da outorga da alienação fiduciária de imóvel prevista na Lei nº 9.514/97. Quanto maior for a aceitação dessa garantia maiores serão os interessados em deter novos imóveis na medida da sua utilização como forma de acesso a novas fontes de financiamento.

Outro exemplo decorre da utilização do imóvel para a locação. Quanto maior for a procura por interessados na locação imobiliária maior será a busca pela aquisição de novos imóveis.

Após a identificação de qual a principal finalidade das emissões de CRI deve-se considerar a essência dos negócios jurídicos a despeito da sua forma. Por exemplo, a aquisição de uma sociedade de propósito específico que tenha apenas imóveis em seu ativo, sem qualquer funcionário ou exercício de atividade, trata-se, na essência, da aquisição de imóveis e não uma simples aquisição de sociedades, muito comum no mercado atualmente por conta da possibilidade de aquisição do imóvel sem o pagamento do ITBI. Outro exemplo a ser utilizado se refere aos instrumentos de locação. Para o locatário de um imóvel, na essência, há a aquisição da posse do imóvel pelo período locatício.

Nesse contexto sugere-se que crédito imobiliário para fins de identificação dos lastros dos CRI seja definido como: (a) todo negócio jurídico em que imóvel ou qualquer direito real imobiliário é o principal objeto oriundo da negociação, tais como contratos de compra e venda de imóveis e/ou de locações, bem como concessão de direito de superfície; (b) todo negócio jurídico indireto em que a transferência do imóvel ou de qualquer direito real imobiliário é a principal finalidade, tais como a aquisição de sociedades de propósito específico cujo o único ativo é o imóvel; (c) todo o negócio jurídico que tenha como objetivo reformar imóveis ou produzir novos imóveis; (d) todo negócio jurídico em que o imóvel não é o objeto principal da negociação mas a sua utilização é condição essencial para a celebração do negócio jurídico, independente das partes contratantes, tais como os contratos em que a concessão de uma garantia imobiliária é a condição para a celebração do negócio; ou (e) qualquer financiamento, empréstimo, mútuo ou emissão de títulos que tenha como objetivo o pagamento ou o reembolso de obrigações assumidas por quaisquer um dos negócios indicados nas alíneas “a” a “d” anteriores.

### III.3-B. Aquisição dos Lastros dos CRI

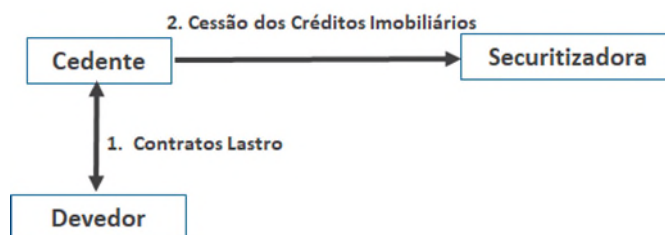
Previamente à emissão dos CRI a companhia securitizadora deve ser titular dos créditos imobiliários aptos a serem vinculados ao referido título, sendo que a forma com que a securitizadora se torna titular de créditos imobiliários depende do negócio jurídico relacionado ao crédito imobiliário.

Para fins desse trabalho denominar-se-á “aquisição” qualquer forma de negócio jurídico que faça com que a Securitizadora se torne titular de créditos imobiliários. A esse sentido cabe citar trecho do voto do então Diretor da CVM Wladimir Castelo Branco Castro no Caso WT, aprovado por unanimidade pelo Colegiado da CVM, transcrito a seguir:

*“Tanto a definição vernacular quanto a jurídica dadas para o termo aquisição abrangem mais possibilidades do que a simples aquisição por transferência - aí incluída a cessão. A propósito, no direito civil, a aquisição apresenta duas modalidades, aquisição originária - realizada pelo primeiro dono da coisa, e aquisição derivada - realizada quando a coisa, tendo dono, é transferida deste para outro.”*

### III.3-B(I). Aquisição Derivada dos Créditos Imobiliários

A forma mais comum de aquisição dos créditos imobiliários é por meio da celebração de negócio jurídico de cessão dos créditos imobiliários, conforme ilustrado abaixo.



Nessa estrutura, o contrato cujos os créditos imobiliários serão cedidos à Securizadora (denominado “Contrato Lastro”) deve estar previamente pactuado pelas respectivas partes.<sup>131</sup> Denomina-se “Cedente” a parte do Contrato Lastro que é a credora dos créditos imobiliários e “Devedor” a parte do Contrato Lastro que é a devedora dos créditos imobiliários.

Especialmente para esse tipo de negócio jurídico no âmbito das operações de securitização imobiliária a Cedente poderá emitir CCI, prevista na Lei nº 10.931/04, de forma a representar os créditos imobiliários a serem cedidos. Caso isso ocorra o instrumento de cessão prevê a cessão dos créditos imobiliários por meio da transferência da CCI previamente emitida.

A emissão da CCI para posterior cessão para a securizadora apresenta algumas vantagens para a operação de securitização, em especial, relacionados aos casos de créditos imobiliários garantidos pela alienação fiduciária de imóveis. Nesse casos, a Cedente pode emitir CCI para representar os créditos imobiliários, bem como para incluir no título a respectiva garantia fiduciária, nos termos do artigo 18, parágrafo terceiro da Lei nº 10.931/04.<sup>132</sup>

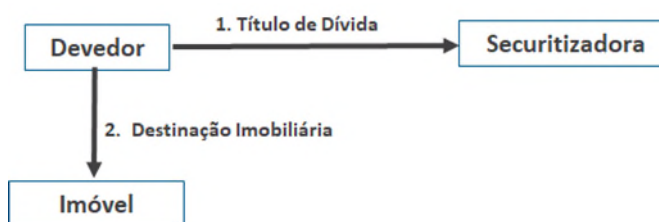
<sup>131</sup> O Contrato Lastro, na linha da jurisprudência da CVM, pode ser um contrato de locação comercial ou residencial, contrato de locação por encomenda (conhecido com *build to suit*), contrato de locação de shopping center, contrato de financiamento imobiliário, contrato de compra e venda de imóvel e empréstimo com garantia imobiliária pessoa física.

<sup>132</sup> O artigo 18, § 3º da Lei nº 10.931/04 transcrito a seguir prevê a emissão da CCI com ou sem garantia real: “Art. 18. É instituída a Cédula de Crédito Imobiliário - CCI para representar créditos imobiliários. (...) § 3º A CCI poderá ser emitida com ou sem garantia, real ou fidejussória, sob a forma escritural ou cartular.” A esse respeito no (Processo CVM RJ2006/3140]0 reconheceu que: (a) esse dispositivo legal pode-se referir a própria garantia outorgada no crédito imobiliário anteriormente; e (b) o emissor do título tem a faculdade mas não a obrigação de incluir a garantia real do crédito imobiliário no âmbito da emissão da CCI

Uma vez emitida a CCI, a cessão dos respectivos créditos imobiliários garantidos por alienação fiduciária por meio da transferência do referido título, implica na imediata transferência da referida garantia fiduciária para a Securitizadora, dispensando, inclusive, qualquer averbação no registro de imóveis, conforme previsto pelo artigo 22, parágrafos primeiro e segundo, da Lei nº 10.931/04<sup>133</sup>.

### III.3-B(II). Aquisição Originária ou Direta dos Créditos Imobiliários

Outra forma de aquisição dos créditos imobiliários é aquela em que o próprio negócio jurídico já constitui o crédito imobiliário em favor da companhia Securitizadora, como ocorre nas operações com lastros em títulos de dívida em que os créditos são enquadrados como imobiliários por conta da sua destinação, conforme ilustrado a seguir.



Nessas operações, a Securitizadora torna-se titular do crédito imediatamente quando da emissão do título, inclusive, por meio da subscrição da emissão, quando aplicável. Quando isso ocorre a regulamentação da CVM impõe que os valores oriundos do título de dívida tenham destinação imobiliária, seja ela futura ou por meio do reembolso de gastos já incorridos, conforme será exposto a seguir.

A aquisição originária ou direta dos créditos imobiliários passou a ser autorizada pela CVM a partir da Instrução CVM nº 600/18 que autorizou esse mesmo tipo de aquisição para as

<sup>133</sup> “Art. 22. A cessão do crédito representado por CCI poderá ocorrer por meio de sistema de entidade autorizada pelo Banco Central do Brasil a exercer a atividade de depósito centralizado de ativos financeiros na qual a CCI tenha sido depositada. § 1º A cessão do crédito representado por CCI implica automática transmissão das respectivas garantias ao cessionário, sub-rogando-o em todos os direitos representados pela cédula, ficando o cessionário, no caso de contrato de alienação fiduciária, investido na propriedade fiduciária. § 2º A cessão de crédito garantido por direito real, quando representado por CCI emitida sob a forma escritural, está dispensada de averbação no Registro de Imóveis, aplicando-se, no que esta Lei não contrarie, o disposto nos arts. 286 e seguintes da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil Brasileiro.”

emissões de CRA, atendendo pleito das securitizadoras imobiliárias para equiparação à forma de aquisição de direitos creditórios do agronegócio.<sup>134</sup>

### **III.4. Emissão dos CRI**

#### **III.4-A. A Vinculação dos Lastros**

Independente da forma de aquisição a Securitizadora quando da emissão dos CRI deve vincular os créditos imobiliários ao respectivo título, por meio da celebração do termo de securitização, documento que formaliza, entre outros, a emissão do título e conseqüentemente, a vinculação dos créditos imobiliários ao título.

É vedada a emissão de CRI sem o correspondente lastro, sendo considerado crime nos termos do artigo 7º, III, da Lei nº 7.492/86.<sup>135</sup>

A CVM ainda estabelece que quando da emissão e distribuição dos CRI todas as condições necessárias para o aperfeiçoamento da aquisição dos créditos imobiliários devem estar implementadas. Assim, por exemplo, eventuais condições suspensivas existentes nos instrumentos de cessão dos créditos imobiliários devem estar implementadas previamente à emissão e distribuição dos CRI.

Tendo em vista que a emissão do CRI pode ser feita de forma seriada, admite-se que os créditos imobiliários sejam vinculados apenas quando da emissão de cada série. Nesse sentido, quando os créditos não estiverem totalmente identificados ou formalizados, admite-se que seja prevista a emissão de séries adicionais dentro da mesma emissão, de forma que cada série seja emitida quando da prévia vinculação de novos créditos imobiliários, nos termos estabelecidos nos documentos da emissão dos CRI<sup>136</sup>.

---

<sup>134</sup> A partir desse momento a SRE CVM passou a interpretar que a previsão contida tanto na Instrução CVM nº 414/2004 como na Lei nº 9.514/97, a respeito da identificação do ato de cessão, poderia ser interpretada de modo que sua aplicação ocorra quando a cessão for ato integrante da operação de securitização.

<sup>135</sup> “Art. 7º Emitir, oferecer ou negociar, de qualquer modo, títulos ou valores mobiliários: (...) III - sem lastro ou garantia suficientes, nos termos da legislação.”

<sup>136</sup> Atualmente, nos termos da tramitação da MP 1.103/22 discute-se a possibilidade de que a vinculação seja feita dentro da mesma série, sem a necessidade de emissão de uma série adicional, não tendo ainda uma definição concreta sobre o assunto.



### III.4-B. Principais Características dos CRI

Os CRI tratam-se de títulos típicos, conforme previstos na Lei nº 9.514/97 e na MP nº 1.103/22<sup>137</sup>. Tais legislações, em conjunto com a regulamentação da CVM e da ANBIMA, disciplinam o conteúdo mínimo a ser previsto no âmbito dos documentos de cada emissão, bem como as principais características desse título, conforme será exposto a seguir.

As principais características devem estar previstas no “termo de securitização” como condição para criação do CRI escrituralmente no referido ambiente de registro e de liquidação financeira autorizado pelo BACEN.

O termo de securitização deve prever as seguintes informações: (i) nome da companhia securitizadora emitente; (ii) número de ordem da emissão, local e data de emissão; (iii) denominação do instrumento; (iv) valor nominal; (v) data de vencimento ordinário do valor nominal e de resgate dos CRI (antecipado ou não) e, se for o caso, discriminação dos valores e das datas de pagamento das amortizações; (vi) remuneração por taxa de juros fixa, flutuante ou variável, que poderá contar com prêmio, fixo ou variável, e admitir a capitalização no período estabelecido no termo de securitização; (vii) critérios para atualização monetária, se houver; (viii) eventual divisão dos CRI integrantes da mesma emissão em diferentes classes ou séries, inclusive a possibilidade de aditamentos posteriores para inclusão de novas classes e séries e requisitos de complementação de lastro, quando for o caso; (ix) indicação da existência ou não de subordinação entre as classes integrantes da mesma emissão, entendida como a preferência de uma classe sobre outra para fins de amortização e resgate de CRI; (x) se houver, a relação mínima entre a subordinação e o valor global dos CRI (índice de subordinação), a periodicidade para apuração e divulgação aos investidores dessa relação, assim como a fórmula adotada para o cálculo de tal índice, a qual deve ser consistente e passível de verificação; (xi) os procedimentos aplicáveis para a recomposição do índice de subordinação, quando cabível; (xii) descrição dos créditos imobiliários que compõem o lastro da emissão de CRI; (xiii) indicação e descrição de outras garantias da operação de securitização, tais como mecanismos de sobrecolateralização ou de retenção de risco pelo cedente, se houver; (xiv) possibilidade e condições para a substituição dos créditos imobiliários que servem de lastro dos CRI; (xv) declaração, pela companhia securitizadora, da instituição do regime fiduciário sobre o lastro,

---

<sup>137</sup> O tema acerca da aplicação da MP 1.103/22 aos CRI será tratado no Capítulo 5 do presente trabalho.

se for o caso, a qual deve especificar, ainda, os bens, direitos e garantias que compõem o lastro; (xvi) a nomeação de agente fiduciário, com a definição de seus deveres, responsabilidades e remuneração, bem como as hipóteses, condições e forma de sua destituição ou substituição e as demais condições de sua atuação, observado o disposto na norma específica da CVM a respeito do exercício dessa atividade; (xvii) encargos próprios ao patrimônio separado, no âmbito da operação de securitização; (xviii) eventuais provisões ou reservas para o exercício da cobrança judicial ou extrajudicial dos créditos inadimplidos; (xix) política de utilização de derivativos, se houver; (xx) forma de liquidação do patrimônio separado; (xxi) eventos de liquidação antecipada do título de securitização e, no caso de decisão da assembleia especial de investidores pela não liquidação, as eventuais situações que ensejam a liquidação dos títulos de securitização seniores dos investidores dissidentes que assim o solicitarem; (xxii) indicação da possibilidade de dação em pagamento dos créditos imobiliários aos titulares dos CRI, hipótese em que deverão ser estabelecidos os procedimentos a serem adotados; (xxiii) as regras e procedimentos aplicáveis às assembleias gerais de titulares de CRI; e (xxiv) as hipóteses em que a companhia securitizadora poderá ser destituída ou substituída.

A seguir apresentar-se-á aspectos específicos em relação às emissões de CRI.

#### III.4-B(I). Descrição dos Créditos Imobiliários

Uma das principais informações a serem incluídas no termo de securitização é a descrição dos créditos imobiliários lastro dos CRI, incluindo:

- (i) a identificação do devedor dos créditos imobiliários, exceto no caso de devedores pessoas naturais em operações nas quais o valor médio dos créditos imobiliários seja reduzido;
- (ii) o valor nominal dos créditos imobiliários;
- (iii) o vencimento dos créditos imobiliários; e
- (iv) identificação do imóvel a que a operação de securitização esteja vinculada, incluindo: (a) o cartório de registro de imóveis em que esteja registrado, situação do registro, matrícula e número do assentamento do ato pelo qual o crédito imobiliário foi

cedido, se houver; e (b) informação se o imóvel objeto do crédito imobiliário tem “habite-se” e se está sob regime de incorporação, nos termos da lei.<sup>138</sup>

No caso de créditos enquadrados como imobiliários por conta da sua destinação deve-se incluir na documentação cumulativamente: (i) relação exaustiva dos imóveis para os quais serão destinados os recursos oriundos da emissão; (ii) obrigação do agente fiduciário dos CRI de verificar, ao longo do prazo dos CRI (no mínimo semestralmente), o efetivo direcionamento de todo o montante obtido com a emissão para os referidos imóveis, devendo o agente fiduciário comprometer-se a envidar seus melhores esforços para obter a documentação necessária a fim de proceder com a verificação da destinação de recursos da oferta; (iii) informação sobre a data limite para que haja a efetiva destinação dos recursos obtidos por meio da emissão, que deverá ser no máximo a data de vencimento dos CRI, sendo certo que, havendo a possibilidade de resgate ou vencimento antecipado, deverá ainda ser inserida na documentação da Oferta informação de que as obrigações de destinação de recursos perduram até o vencimento original dos CRI ou até que a destinação da totalidade dos recursos seja efetivada; (iv) cronograma indicativo (montantes e datas) da destinação dos recursos obtidos por meio da emissão aos imóveis vinculados, definindo precisamente um percentual, relativo ao valor total captado na oferta, que será destinado a cada um dos referidos imóveis, contendo informação sobre a previsão de destinação geral dos recursos oriundos em linha com a periodicidade estabelecida para o acompanhamento pelo agente fiduciário; (v) informação de que qualquer alteração quanto ao percentual dos recursos obtidos com a emissão a serem destinados a cada um dos imóveis vinculados deverá ser precedido de aditamento ao Termo de Securitização, bem como a qualquer outro documento que se faça necessário; (vi) a capacidade de se destinar aos imóveis vinculados todo o montante de recursos que será obtido com a emissão, dentro do prazo dos CRI, levando-se em conta, para tal, o montante de recursos até o momento despendido, a

---

<sup>138</sup> A CVM, no caso Processo SEI 19957.009340/2018-62 (o “Caso Drogasil”), concedeu tratamento confidencial às informações referentes à localização e à matrícula das, aproximadamente, 1.900 lojas de propriedade e/ou posse (locações) da Raia Drogasil S.A. e que serão destinatárias dos recursos obtidos por meio da oferta dos CRI, tendo em vista que: (i) a localização dos imóveis da Raia Drogasil S.A. é uma das principais vantagens competitivas no setor em que atua; (ii) o lastro dos CRI será composto pelas Debêntures, ou seja, o crédito é performado; (iii) o fluxo do pagamento dos CRI está relacionado ao risco de crédito da Raia Drogasil S.A., não havendo um risco específico atrelado aos imóveis destinatários dos recursos obtidos por meio da emissão dos CRI; e (iv) a vinculação dos imóveis a uma emissão de CRI, da forma como exigida pela CVM, cujo lastro seja composto por crédito performado, tem como finalidade a caracterização do crédito como imobiliário pela sua destinação e a fiscalização da destinação dos recursos oriundos da emissão de tais títulos. O Colegiado da CVM aprovou manifestação da SRE que, entre outros, entendeu que: (a) a informação sobre o endereço e a matrícula dos referidos imóveis seria de pouco ou nenhum valor aos investidores; e (b) existe no caso a pulverização dos imóveis aos quais os recursos oriundos dos CRI serão destinados (cerca de 1.900 imóveis vinculados à emissão), não havendo concentração na destinação de recursos de forma relevante em nenhum dos referidos imóveis.

necessidade de recursos remanescente de cada um dos referidos imóveis, bem como a destinação de recursos já programada para tais imóveis em função de outros CRI já emitidos; (vii) caso os recursos oriundos da oferta sejam destinados, no todo ou em parte, ao reembolso de despesas de natureza imobiliária, tais despesas deverão ter sido incorridas no máximo nos 24 meses que antecederem o encerramento da distribuição<sup>139</sup>, bem como serem diretamente atinentes à aquisição, construção e/ou reforma de imóveis específicos previamente identificados na documentação da oferta; (viii) declaração da securitizadora certificando que as despesas a serem objeto de reembolso não estão vinculadas a qualquer outra emissão de CRI lastreado em créditos imobiliários na destinação; (ix) caso haja possibilidade de inserção, na vigência dos CRI, de novos imóveis a serem objeto de destinação de recursos, além daqueles inicialmente previstos no Termo de Securitização, tal possibilidade tem que estar prevista no Termo de Securitização e nos demais documentos da Oferta, assim como a informação sobre a necessidade de que essa inserção seja aprovada pelos detentores de CRI e o quórum mínimo exigido.

Ainda, no caso de emissão de CRI com lastro em créditos garantidos por alienação fiduciária de bem imóvel, conforme aprovado no Caso Home Equity, somente serão admitidos os créditos: (i) que sejam garantidos por bem imóvel desde a sua originação, demonstrando “que o proprietário tira proveito econômico do seu imóvel, mediante a outorga da garantia real, para obter recursos a custos reduzidos; (ii) que tenham como originador e cedente instituição integrante do SFI; e (iii) cuja garantia imobiliária cubra o valor total do crédito que está sendo utilizado como lastro na emissão de CRI.

#### III.4-B(II). Concentração

Os créditos imobiliários que lastreiam a emissão de CRI devem possuir um limite de concentração de 20% (vinte por cento) por devedor ou coobrigado, sendo que esse limite pode ser excedido quando o devedor ou coobrigado: (i) tenha registro de companhia aberta; (ii) seja instituição financeira ou equiparada; ou (iii) seja entidade<sup>140</sup> que tenha suas demonstrações

---

<sup>139</sup> Esclarece-se, ainda, que o prazo de 24 meses em questão se refere apenas à data em que tais despesas foram incorridas, independentemente da data em que foi constituída a relação contratual que deu origem às referidas despesas, conforme esclarecido pelo Colegiado da CVM em decisão datada de 08/10/2019, no âmbito do Processo CVM nº 19957.008097/2019-46.

<sup>140</sup> Anteriormente, nos termos da Instrução CVM nº 414/04, previa que a concentração poderá ser excedida no caso de crédito devido por qualquer sociedade empresária que tivesse suas demonstrações financeiras auditadas e

financeiras relativas ao exercício social imediatamente anterior à data de emissão do CRI elaboradas em conformidade com o disposto na Lei nº 6.404, de 1976, e auditadas por auditor independente registrado na CVM.<sup>141</sup>

#### III.4-B(III) Revolvência

Nos termos do artigo 3º do Anexo I da Resolução CVM 60 não é admitida a revolvência dos créditos imobiliários vinculados aos CRI.

#### III.4-B(IV) Forma de Remuneração

A remuneração dos CRI geralmente pode ser: (a) pré-fixada; (b) atrelada à variação do CDI, acrescido de determinado spread; ou (c) atrelada à variação de determinado índice de inflação, acrescido de determinado spread.

Em 14 de março de 2003 o BACEN e a CVM divulgaram uma Decisão Conjunta nº 13 (“Decisão Conjunta nº 13”), dispondo sobre as condições de remuneração das debêntures de distribuição pública e dos CRI.

Com base nessa Decisão Conjunta nº 13 os CRI somente podem ter por remuneração: (i) taxa de juros prefixada; (ii) cláusula de correção, com base nos coeficientes fixados para correção de títulos da dívida pública federal ou em índice de preços, ajustada, para mais ou para menos, por taxa fixa, sendo admitida a estipulação de cláusula de reajuste, com periodicidade mensal, por índices de preços setoriais ou gerais ou pelo índice de remuneração básica dos depósitos de poupança, se emitidos com prazo de vencimento mínimo de 36 (trinta e seis) meses; e (iii) Taxa Referencial - TR ou Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP, observado o prazo mínimo de um mês para vencimento ou período de repactuação.

---

não qualquer entidade. A CVM flexibilizou essa regra previamente à Resolução CVM 60 no âmbito do Processo CVM SEI 19957.001939/2018-58 cujos créditos imobiliários eram devidos 100% pela Sociedade Beneficente Israelita Brasileira Hospital Albert Einstein, constituída como associação e não como sociedade empresária. A Resolução CVM 60, a partir do Caso Einstein, permitiu que a concentração fosse superada no caso de créditos imobiliários devidos por qualquer entidade, desde que suas demonstrações financeiras sejam auditadas.

<sup>141</sup> Conforme artigo 2º do Anexo I da Resolução CVM 60.

A Decisão Conjunta nº 13 não admite a emissão de CRI com correção com base na variação cambial.

#### III.4-B(V) Denominação e Classificação ANBIMA

Uma das inovações recentes para as emissões de CRI é a necessidade de atribuição de denominação à emissão, bem como a atribuição de uma das classificações feitas pela Anbima, por meio do documento denominado “Regras e Procedimentos Anbima Para Classificação de CRI nº 05, de 06 de maio de 2021”.

A denominação da emissão do CRI deve conter o número da emissão, seguido do nome da emissora, e: (i) da identificação do devedor, no caso de o CRI estar vinculado a um único devedor ou devedores sob controle comum; (ii) caso não se observe o inciso (i), da identificação do cedente, quando, cumulativamente: (a) o instrumento de emissão estiver vinculado a créditos imobiliários de titularidade de um único cedente ou cedentes sob controle comum; e (b) houver retenção de risco da emissão pelo cedente; ou (iii) da expressão do termo “diversificado”, nas demais hipóteses.

A atribuição da classificação é feita em 4 (quatro) etapas, categoria do imóvel, concentração do crédito, tipo de segmento do imóvel e tipo de lastro, conforme exposto a seguir.

Inicialmente classificar-se-á em relação ao tipo de imóvel, residencial ou corporativo, conforme tabela abaixo.

Categoria	
Residencial	CRI oriundos de atividade comercial relacionada a imóveis residenciais como apartamentos, casas ou loteamento
Corporativo	CRI oriundos de atividades comerciais que englobam todos os segmentos imobiliários, exceto aqueles relacionados a casas e apartamentos destinados à habitação residencial

Híbrido	CRI oriundos de atividades comerciais relacionadas às categorias residencial e corporativo, conforme descrito nos itens acima, quando realizadas em conjunto no âmbito da emissão.
---------	--

Uma vez identificada a categoria do imóvel classificar-se-á em relação à concentração dos créditos imobiliários, conforme tabela abaixo.

Concentração	
Pulverizado	CRI que tenham, no máximo, 20% (vinte por cento) de seu lastro devido por 1 (um) único devedor
Concentrado:	CRI que tenham mais de 20% (vinte por cento) de seu lastro devido por 1 (um) único devedor.

Em relação ao segmento deve-se classificar da seguinte forma: (a) apartamentos ou casas; (b) loteamento; (c) industrial quando tratar-se de plantas industriais; (d) logístico quando trata-se de imóveis voltados à logística, centros de distribuição, armazenamento e logística; (e) imóveis comerciais e lajes corporativas; (f) shopping e lojas, para imóveis de: shoppings, centros comerciais e lojas; (g) infraestrutura para empreendimentos de infraestrutura; (h) hotel, para hotéis ou unidades integrantes de flats que tenham a mesma atividade; e (i) outros.

Em relação ao tipo de lastro: (a) Compra e venda cujo lastro seja originado de contratos que validem operações de compra e venda de um imóvel com pagamento a prazo; (b) Locação, arrendamento ou superfície cujo lastro seja oriundo de contratos que tenham como propósito a concessão da posse direta do imóvel ao devedor do crédito imobiliário, por meio de um vínculo obrigacional (locação/arrendamento) ou real (concessão de direito real de superfície); (c) Cédulas de crédito bancário ou valores mobiliários representativos de dívida; (d) Híbrido, compra e venda cujo lastro seja oriundo de mais de um tipo de contrato previsto nesta categoria; (e) Financiamento Imobiliário cujo lastro seja oriundo de financiamento destinado a aquisição de imóveis e/ou incorporação para desenvolvimento de empreendimentos imobiliários e reformas (retrofit,) ou, ainda para financiamentos com garantia de imóvel (home equity); (f) Outros, para os que não tenham as características listadas nos itens anteriores.

O objetivo da atribuição da denominação e da classificação é o de que os investidores apenas lendo essas duas informações seja capaz de ter uma ideia inicial acerca do tipo de CRI emitido.

### **III.5. Oferta dos CRI**

Os CRI por serem títulos seriados, assim como ocorre com os demais títulos de crédito de securitização, podem ser objeto de oferta pública, ocasião em que tornam-se valores mobiliários sujeitos a regulamentação da CVM e, quando aplicável, da ANBIMA.

Os CRI podem ser objeto de oferta: (a) pública com esforços restritos nos termos da Instrução CVM nº 476/09; (b) pública com esforços irrestritos nos termos da Instrução CVM nº 400/03; (c) pública via lote único e indivisível nos termos da Instrução CVM nº 400/03; e (d) privada.

Os CRI apresentam regras distintas para os pedidos de registro de oferta pública nos termos da Instrução CVM 400/03 e ainda em relação ao público alvo que pode vir a adquirir essas ofertas.

Em relação ao público alvo as emissões de CRI no âmbito da Instrução CVM 400/03 em regra devem ser destinadas para investidores qualificados, exceto no caso de CRI, que contem como regime fiduciário, e que tenham como lastro créditos imobiliários:

(i) originados de imóveis com “habite-se”, ou documento equivalente, concedido pelo órgão administrativo competente, os quais incluem os créditos imobiliários oriundos de contratos de locação ou de compra e venda de imóveis;

(ii) originários da aquisição ou da promessa de aquisição de unidades imobiliárias vinculadas a incorporações objeto de financiamento, desde que integrantes de patrimônio de afetação, constituído em conformidade com o disposto nos arts. 31-A e 31-B da Lei nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964; ou



(iii) enquadrados como lastro de CRI pela sua destinação, desde que tenham obtido dispensa da SSE e que contêm com as seguintes características: (a) sejam constituído por créditos imobiliários devidos independentemente de qualquer evento futuro; (b) o emissor dos ativos que constituem o lastro dos CRI seja companhia aberta atuante no setor imobiliário, nos termos de seu estatuto social, sendo que a documentação da oferta deverá contar com hipótese de resgate antecipado em caso de incorporação da devedora do lastro por companhia que não seja aberta; (c) tenha sido incluído na documentação a responsabilidade de o agente fiduciário por verificar a destinação dos recursos captados para aquisição, construção ou reforma de imóveis (seja futura ou por reembolso); e (d) tenha sido incluída na documentação dos CRI que os recursos captados serão efetivamente destinados a imóveis até a liquidação dos CRI.

Ainda, os CRI devem ser direcionados para investidores profissionais caso apresentem concentração superior a 20% (vinte por cento) por devedor ou coobrigado, e desde que tais devedores ou coobrigados não sejam: (i) companhias abertas; (ii) instituições financeiras ou equiparadas; ou (iii) entidades que tenham suas demonstrações financeiras relativas ao exercício social imediatamente anterior à data de emissão do CRI elaboradas em conformidade com o disposto na Lei nº 6.404, de 1976, e auditadas por auditor independente registrado na CVM.

Em relação ao procedimento de registro da oferta pública nos termos da Instrução CVM 400 admite-se 3 (três) tipos de alternativas para obtenção do registro da CVM, quais sejam: (a) procedimento via registro provisório; (b) procedimento ordinário da Instrução CVM 400; e (c) procedimento nos termos do Convênio CVM Anbima.

O registro provisório é um procedimento exclusivo para os registros de ofertas de CRI, existente desde a Instrução CVM nº 284, de 24 de julho de 1998, pelo qual a CVM concede o registro de forma automática quando do protocolo dos documentos da operação da CVM, ficando obrigado o coordenador líder a requerer o registro definitivo até o trigésimo dia do mês subsequente ao da concessão do registro provisório, sob pena de cancelamento desse último.

O procedimento ordinário trata-se do procedimento aplicável para todos os valores mobiliários, conforme previsto nos artigos 8º ao 10º da Instrução CVM 400/03.

O convênio CVM-ANBIMA foi firmado no intuito de acelerar o procedimento de análise e conseqüentemente de registro das ofertas públicas no âmbito da instrução CVM 400, conforme autorizado nos termos da Instrução CVM nº 471, de 8 de agosto de 2008.

O Convenio CVM-ANBIMA abrange atualmente a análise de pedidos de ofertas públicas de determinados valores imobiliários<sup>142</sup>, incluindo CRI que :

Os lastros aprovados para a análise no âmbito do Convênio CVM-ANBIMA são: (i) contratos de locação típicos; (ii) contrato de locação atípico (Built to suit); (iii) contrato de arrendamento rural ou urbano; (iv) contrato de compra e venda de imóvel; (v) contrato de promessa de compra e venda de imóvel; (vi) contratos de financiamento;(vii) CCB Imobiliária ou Debênture; e (viii) Direito real de superfície.

---

<sup>142</sup> Os valores mobiliários aprovados no âmbito do Convênio CVM-ANBIMA são: (a) Debêntures; (b) Notas promissórias; (c) CRI que tenham lastros específicos; (d) Letras financeiras; (e) Ações, desde que já negociados em mercado; (f) Bônus de subscrição, desde que já negociados em mercado; (g) Certificados de Depósitos de Ações, desde que já negociados em mercado; (h) Fundos de Investimento Imobiliário; (i) Fundos de Investimento em Participações; (j) Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (com exceção daqueles regidos pela Instrução CVM nº 444/2006 e/ou que gozem de tratamento tributário previsto na Lei 12.431/2011).



## IV – OS CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS DO AGRONEGÓCIO

### IV.1. Breves Apontamentos sobre o Setor do Agronegócio

O agronegócio é um dos setores mais importantes do Brasil. Estima-se que represente cerca de 30% (trinta por cento) do produto interno bruto brasileiro, 35% (trinta e cinco por cento) dos empregos do país e 40% (quarenta por cento) das exportações brasileiras.

Esse setor não se restringe somente à agricultura e à pecuária, expandindo-se para toda a cadeia produtiva agropecuária<sup>143</sup> que inclui a produção de insumos e de produtos agropecuários, a comercialização, beneficiamento e industrialização de tais bens e as atividades correlatadas necessárias para viabilizar as atividades acima, tais como a fabricação de máquinas e implementos utilizados no setor e a prestação de serviços.

Os professores John Davis e Ray Goldberg, da universidade de Harvard, definiram em 1957 o agronegócio como

*“o conjunto de todas as operações e transações envolvidas desde a fabricação dos insumos agropecuários, das operações de produção nas unidades agropecuárias, até o processamento e distribuição e consumo dos produtos agropecuários “in natura” ou industrializados”*.<sup>144</sup>

Para Massilon J. Araújo o agronegócio engloba os setores denominados “antes da porteira”, “dentro da porteira” e “após a porteira”.<sup>145</sup>

Os setores “antes da porteira” incluem os fornecedores de insumos e serviços, como: máquinas, implementos, defensivos, fertilizantes, corretivos, sementes, tecnologia e financiamento. Os insumos do agronegócio podem ser entendidos como todos os fatores de

---

<sup>143</sup> Para Massilon J. Araújo o termo agricultura era usado recentemente para entender a produção agropecuária em toda a sua extensão, ou seja, desde o abastecimento de insumos necessários à produção até a industrialização e a distribuição dos produtos obtidos. No entanto, a partir de transformações observadas nas últimas décadas, o termo agricultura passou a ser insuficiente, porque as atividades, antes desenvolvidas quase exclusivamente dentro das fazendas, passaram a ser efetuadas predominantemente fora das fazendas.

<sup>144</sup> (DAVIS; GOLDBERG, 1957)

<sup>145</sup> (ARAÚJO, 2013)

produção que possam ser aplicados na produção agropecuária, incluindo desde aqueles utilizados na preparação, manutenção e desenvolvimento de determinada plantação, bem como aqueles utilizados no trato e manejo de animais objeto de atividade pecuária. Os insumos podem ser fornecidos diretamente ou mediante a prestação de serviços. Dentre os insumos utilizados na cadeia agropecuária pode-se destacar<sup>146</sup>: (a) máquinas e implementos utilizados na produção agropecuária e na fabricação dos respectivos de insumos, incluindo aqueles que acoplados a um trator ou a um animal, desempenham funções na atividade agropecuária, como arado, grade, plantadeira, colheitadeira e pulverizador; (b) água, utilizada para a atividade de irrigação dos solos ou para alimentação de animais; (c) corretivos de solos, adubos, fertilizantes, agrotóxicos ou defensivos agrícolas; (d) materiais genéticos, hormônios, rações e produtos veterinários; e (e) os serviços relacionados a pesquisas, fomento, extensão rural, assistência técnica, elaboração de projetos, análises laboratoriais, vigilância e defesa agropecuária.

O segmento “dentro da porteira” incluiria o conjunto de atividades desenvolvidas dentro das unidades produtivas agropecuárias (as fazendas), ou produção agropecuária propriamente dita, que envolve preparo e manejo de solos, tratos culturais, irrigação, colheita, criações e outras. Ou seja, a produção agropecuária envolveria a combinação de fatores de produção

---

<sup>146</sup> Adicionalmente, pode-se citar a lista de insumos agropecuários prevista no Convênio do ICMS 99/04 exposta a seguir: (i) inseticidas, fungicidas, formicidas, herbicidas, parasiticidas, germicidas, acaricidas, nematocidas, raticidas, desfolhantes, dessecantes, espalhantes, adesivos, estimuladores e inibidores de crescimento (reguladores), vacinas, soros e medicamentos, produzidos para uso na agricultura e na pecuária, inclusive inoculantes, vedada a sua aplicação quando dada ao produto destinação diversa; (ii) ácido nítrico e ácido sulfúrico, ácido fosfórico, fosfato natural bruto e enxofre, saídos dos estabelecimentos extratores, fabricantes ou importadores para: (ii.a) estabelecimento onde sejam industrializados adubos simples ou compostos, fertilizantes e fosfato bi-cálcio destinados à alimentação animal; (ii.b) estabelecimento produtor agropecuário; (ii.c) quaisquer estabelecimentos com fins exclusivos de armazenagem; (ii.d) outro estabelecimento da mesma empresa daquela onde se tiver processado a industrialização; (iii) rações para animais, concentrados, suplementos, aditivos, premix ou núcleo, fabricados pelas respectivas indústrias, desde que os produtos se destinem exclusivamente ao uso na pecuária; (iv) calcário e gesso, destinados ao uso exclusivo na agricultura, como corretivo ou recuperador do solo; (v) sementes (básicas ou genéticas); (vi) alho em pó, sorgo, milho, sal mineralizado, farinhas de peixe, de ostra, de carne, de osso, de pena, de sangue e de víscera, calcário calcítico, caroço de algodão, farelos e tortas de algodão, de babaçu, de cacau, de amendoim, de linhaça, de mamona, de milho e de trigo, farelos de arroz, de girassol, de glúten de milho, de gérmen de milho desengordurado, de quirera de milho, de casca e de semente de uva e de polpa cítrica, glúten de milho, silagens de forrageiras e de produtos vegetais, feno, óleos de aves, e outros resíduos industriais, destinados à alimentação animal ou ao emprego na fabricação de ração animal; (vii) esterco animal; (viii) mudas de plantas; (ix) embriões, sêmen congelado ou resfriado, exceto os de bovino, ovos férteis, aves de um dia, exceto as ornamentais, girinos e alevinos; (x) enzimas preparadas para decomposição de matéria orgânica animal; (xi) gipsita britada destinada ao uso na agropecuária ou à fabricação de sal mineralizado; (xii) casca de coco triturada para uso na agricultura; (xiii) vermiculita para uso como condicionador e ativador de solo; (xiv) Extrato Pirolenhoso Decantado, Piro Alho, Silício Líquido Piro Alho e Bio Bire Plus, para uso na agropecuária; (xv) óleo, extrato seco e torta de Nim; (xvi) condicionadores de solo e substratos para plantas; (xvii) torta de filtro e bagaço de cana, cascas e serragem de pinus e eucalipto, turfa, torta de oleaginosas, resíduo da indústria de celulose (dregs e grits), ossos de bovino autoclavado, borra de carnaúba, cinzas, resíduos agroindustriais orgânicos, destinados para uso exclusivo como matéria prima na fabricação de insumos para a agricultura.

dentro de determinada fazenda para fins de produção agropecuária. Dentre os principais produtos de base agrícola pode-se citar: cana-de-açúcar, laranja, café, milho, algodão, arroz, feijão, eucalipto ou trigo. Cada um desses produtos agrícolas apresenta um ciclo distinto em relação ao seu processo de plantio, levando em consideração as plantas anuais<sup>147</sup>, perenes<sup>148</sup> e semiperenes<sup>149</sup> e as épocas de colheita<sup>150</sup>. O processo produtivo ocorre em uma unidade produtiva agropecuária ou fazenda, localizada em um imóvel rural. Nos termos do inciso I do artigo 4º do Estatuto da Terra a definição de um imóvel como rural leva em consideração a sua destinação para a exploração de atividade extrativa agrícola, pecuária ou agroindustrial<sup>151</sup>.

Por fim, o segmento “após a porteira” inclui as atividades de beneficiamento, industrialização, comercialização, armazenamento e consumo de produtos agropecuários, que ocorrem após a produção do bem de origem agrícola ou pecuária. Uma vez produzido, o bem pode ser estocado (armazenado) ou comercializado. A comercialização pode ser feita para o consumidor final ou para outro participante da cadeia do agronegócio. Nesse último caso o bem pode ser objeto de beneficiamento ou de industrialização. O beneficiamento e a industrialização de produtos agropecuários têm como objetivo transformar o bem em outro de maior valor, tais como açúcar ou etanol, a partir da cana-de-açúcar, bem como pão a partir do trigo ou o queijo a partir do leite. Apesar da classificação acima existem questionamentos se determinados beneficiamentos ou industrializações que são realizadas na própria unidade agropecuária poderiam ser enquadrados dentro do segmento “depois da porteira” ou se deveriam ser enquadrados no segmento “dentro da porteira”.

Por exemplo, o artigo 165, incisos II, III, IV e V da IN RFB nº 971/09 faz as seguintes classificações para produção rural, beneficiamento ou industrialização rudimentar:

---

<sup>147</sup> As culturas anuais são aquelas que completam o seu ciclo vegetativo inclusive com a morte da planta mãe em menos de 1 (um) ano, tais como soja e trigo.

<sup>148</sup> As culturas perenes são aquelas que após a sua plantação reproduzem por várias vezes sem a morte da planta mãe, tais como eucalipto, madeira e, laranja

<sup>149</sup> As culturas semiperenes são aquelas que florescem por poucas vezes sem a morte da planta mãe, ocasião em que será necessário novo plantio. Pode-se citar a cultura de cana-de-açúcar como cultura semiperene que pode durar de 5 a 7 ciclos dentro de uma mesma plantação.

<sup>150</sup> A época de plantio e colheita depende do tipo de produto e da localização da colheita. Por exemplo, existe distinção entre a época de plantio e de colheita de cana-de-açúcar plantada na Região Centro Sul (plantação de outubro a março e colheita de maio a novembro) e a época de plantio e colheita de cana-de-açúcar plantada na Região Nordeste (plantação de julho a novembro e colheita de dezembro a maio).

<sup>151</sup> “Art. 4º Para os efeitos desta Lei, definem-se: I - “Imóvel Rural”, o prédio rústico, de área contínua qualquer que seja a sua localização que se destina à exploração extrativa agrícola, pecuária ou agro-industrial, quer através de planos públicos de valorização, quer através de iniciativa privada;”

*“II - produção rural, os produtos de origem animal ou vegetal, em estado natural ou submetidos a processos de beneficiamento ou de industrialização rudimentar, bem como os subprodutos e os resíduos obtidos por esses processos; III - beneficiamento, a primeira modificação ou o preparo dos produtos de origem animal ou vegetal, realizado diretamente pelo próprio produtor rural pessoa física e desde que não esteja sujeito à incidência do Imposto Sobre Produtos Industrializados (IPI), por processos simples ou sofisticados, para posterior venda ou industrialização, sem lhes retirar a característica original, assim compreendidos, dentre outros, os processos de lavagem, limpeza, descaroçamento, pilagem, descascamento, debulhação, secagem, socagem e lenhamento; IV - industrialização rudimentar, o processo de transformação do produto rural, realizado pelo produtor rural pessoa física ou pessoa jurídica, alterando-lhe as características originais, tais como a pasteurização, o resfriamento, a fermentação, a embalagem, o carvoejamento, o cozimento, a destilação, a moagem, a torrefação, a cristalização, a fundição, dentre outros similares; V - subprodutos e resíduos, aqueles que, mediante processo de beneficiamento ou de industrialização rudimentar de produto rural original, surgem sob nova forma, tais como a casca, o farelo, a palha, o pelo e o caroço, dentre outros;”*

Além do normativo acima o Regulamento IR estabelece ainda em seu artigo 55 o conceito de atividade rural, conforme transcrição abaixo:

*“Art. 58. Considera-se atividade rural:*

*I - a agricultura;*

*II - a pecuária;*

*III - a extração e a exploração vegetal e animal;*

*IV - a exploração da apicultura, avicultura, cunicultura, suinocultura, sericicultura, piscicultura e outras culturas animais;*

*V - a transformação de produtos decorrentes da atividade rural, sem que sejam alteradas a composição e as características do produto in natura, feita pelo próprio agricultor ou criador, com equipamentos e*

*utensílios usualmente empregados nas atividades rurais, utilizando exclusivamente matéria-prima produzida na área rural explorada, tais como a pasteurização e o acondicionamento do leite, assim como o mel e o suco de laranja, acondicionados em embalagem de apresentação;*  
*VI - o cultivo de florestas que se destinem ao corte para comercialização, consumo ou industrialização.*  
*Parágrafo único. O disposto neste artigo não se aplica à mera intermediação de animais e de produtos agrícolas.”*

A partir das definições mencionadas na legislação tributária exposta acima, somente determinados produtos beneficiados ou industrializados poderiam ser enquadrados como produtos agropecuários, integrantes do segmento “dentro da porteira”.

Além daquelas descritas acima também estão inseridas no segmento “fora da porteira” as atividades correlatas à comercialização dos bens para terceiros, incluindo a logística necessária para viabilizar a transferência dos respectivos produtos agropecuários, que inclui todo e qualquer transporte da produção até serviços operacionais necessários para o embarque das mercadorias.

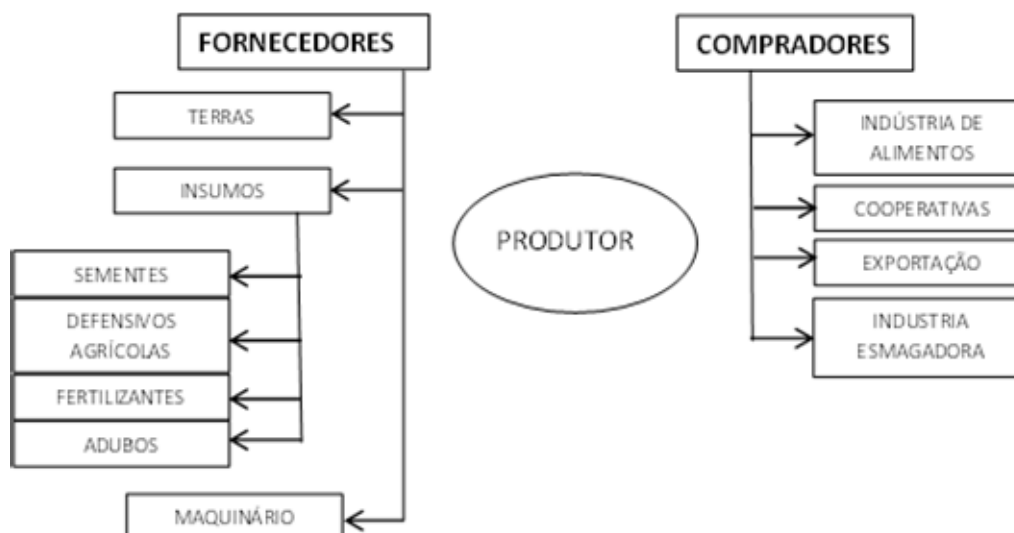
O produtor rural é o participante central do agronegócio. Em qualquer cadeia produtiva desse setor há a presença de um produtor rural, que é cercado pelos demais participantes como, por exemplo, seus fornecedores ou clientes.

A figura a seguir ilustra o enquadramento do produtor rural como figura central da cadeia produtiva do agronegócio:<sup>152</sup>

---

<sup>152</sup> Ilustração obtida no artigo “Agronegócio Brasileiro e a História do Crédito Rural” em SAVOIA, José Roberto Ferreira. Coordenador, *Agronegócio no Brasil: Uma Perspectiva Financeira*. 1ª ed. São Paulo: Saint Paul, 2011.





Por produtor rural entende-se como toda pessoa física ou jurídica que exerce atividade de produção agropecuária. Com base nos comentários expostos anteriormente, produto rural seria o bem de origem animal ou vegetal, em estado natural, bem como os produtos resultantes: (a) da primeira modificação ou o preparo dos produtos rurais, realizado diretamente pelo próprio produtor rural, por processos simples ou sofisticados sem lhes retirar a característica original; (b) de transformação do produto rural alterando-lhe as características originais; ou (c) dos processos descritos nos itens (a) e (b) acima, tais como subprodutos e resíduos dos produtos rurais.

A legislação brasileira menciona o conceito de produtor rural apenas nos normativos tributários. O artigo 165, inciso I, da IN RFB nº 971/09 estabelece o seguinte conceito:

*“produtor rural, a pessoa física ou jurídica, proprietária ou não, que desenvolve, em área urbana ou rural, a atividade agropecuária, pesqueira ou silvicultural, bem como a extração de produtos primários, vegetais ou animais, em caráter permanente ou temporário, diretamente ou por intermédio de prepostos.”*

Dentre os fornecedores e clientes de um produtor rural podem ser citados os fabricantes de quaisquer insumos agropecuários, os prestadores de serviço de logística, as empresas que exerçam atividade de comercialização dos produtos agropecuários e as indústrias que utilizam determinado produto agropecuário em seu processo produtivo. A depender do grau de desenvolvimento, esse participante do agronegócio pode ser classificado como uma

agroindústria, entendida como as pessoas jurídicas que exerçam atividades relacionadas ao beneficiamento e à industrialização de produtos e insumos agropecuários, incluindo as atividades que vão desde o fornecimento até a distribuição para o consumidor.

Adicionalmente, em função da sua importância para a economia o agronegócio é objeto de regulação, com o objetivo de fomentar o seu desenvolvimento. O principal agente regulador do agronegócio é o MAPA. Segundo o ex-Ministro do MAPA, Roberto Rodrigues:

*“A missão institucional do Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento (MAPA) é estimular o aumento da produção agropecuária e o desenvolvimento do agronegócio, com objetivo de atender ao consumo interno e formar excedentes para exportação.”<sup>153</sup>*

Nos termos da Lei nº 10.683/03, os seguintes assuntos são atribuições do MAPA: (a) política agrícola, abrangendo produção e comercialização, abastecimento, armazenagem e garantia de preços mínimos; (b) produção e fomento agropecuário, inclusive das atividades da heveicultura; (c) mercado, comercialização e abastecimento agropecuário, inclusive estoques reguladores e estratégicos; (d) informação agrícola; (e) defesa sanitária animal e vegetal; (f) fiscalização dos insumos utilizados nas atividades agropecuárias e da prestação de serviços no setor; (g) classificação e inspeção de produtos e derivados animais e vegetais, inclusive em ações de apoio às atividades exercidas pelo Ministério da Fazenda, relativamente ao comércio exterior; (h) proteção, conservação e manejo do solo, voltados ao processo produtivo agrícola e pecuário; (i) pesquisa tecnológica em agricultura e pecuária; (j) meteorologia e climatologia; (k) cooperativismo e associativismo rural; (l) energização rural, agroenergia, inclusive eletrificação rural; (m) assistência técnica e extensão rural; (n) política relativa ao café, açúcar e álcool; (o) planejamento e exercício da ação governamental nas atividades do setor agroindustrial canavieiro; (p) política nacional pesqueira e aquícola, abrangendo produção, transporte, beneficiamento, transformação, comercialização, abastecimento e armazenagem; (q) fomento da produção pesqueira e aquícola; (r) implantação de infraestrutura de apoio à produção, ao beneficiamento e à comercialização do pescado e de fomento à pesca e à aquicultura; (s) organização e manutenção do Registro Geral da Pesca; (t) sanidade pesqueira e aquícola; (u) normatização das atividades de aquicultura e pesca; (v) fiscalização das atividades

---

<sup>153</sup> RODRIGUES, Roberto. Banco do Brasil: principal agente financeiro do governo. Revista de Política Agrícola, ano XIII, n. 4, p.3, out/dez. 2004.

de aquicultura e pesca no âmbito de suas atribuições e competências; (w) concessão de licenças, permissões e autorizações para o exercício da aquicultura e das seguintes modalidades de pesca no território nacional, compreendendo as águas continentais e interiores e o mar territorial da Plataforma Continental e da Zona Econômica Exclusiva, as áreas adjacentes e as águas internacionais, excluídas as Unidades de Conservação federais e sem prejuízo das licenças ambientais previstas na legislação vigente: (w.1.) pesca comercial, incluídas as categorias industrial e artesanal; (w.2) pesca de espécimes ornamentais; (w.3) pesca de subsistência; e (w.4) pesca amadora ou desportiva; (x) autorização do arrendamento de embarcações estrangeiras de pesca e de sua operação, observados os limites de sustentabilidade estabelecidos em conjunto com o Ministério do Meio Ambiente; (y) operacionalização da concessão da subvenção econômica ao preço do óleo diesel instituída pela Lei nº 9.445/97; z) pesquisa pesqueira e aquícola; e aa) fornecimento ao Ministério do Meio Ambiente dos dados do registro geral da pesca relativos às licenças, permissões e autorizações concedidas para pesca e aquicultura, para fins de registro automático dos beneficiários no Cadastro Técnico Federal de Atividades Potencialmente Poluidoras e Utilizadoras de Recursos Ambientais.

Vinculadas ao MAPA existem 2 (duas) instituições criadas especificamente com o objetivo de fomentar o desenvolvimento do agronegócio brasileiro, quais sejam a EMBRAPA e a CONAB.

A EMBRAPA é uma empresa pública federal vinculada ao MAPA com o objetivo de realizar pesquisas agropecuárias. Contando com diversos centros de pesquisas, em quase todos os estados da federação, a EMBRAPA é a maior empresa de pesquisa agropecuária do país, sendo uma das maiores do mundo. Conforme João Eduardo Lopes Queiroz:

*“A Embrapa tem por missão viabilizar soluções para o desenvolvimento sustentável do espaço rural, com foco no agronegócio, por meio da geração, adaptação e transferência de conhecimento e tecnologias, em benefícios dos diversos segmentos da sociedade brasileira”<sup>154</sup>*

---

<sup>154</sup> (QUEIROZ, 2011)

A CONAB é uma empresa pública vinculada ao MAPA com o objetivo de garantir o abastecimento agroalimentar e para formular e implementar políticas para o desenvolvimento do agronegócio. Constituem objetivos básicos da CONAB: (a) garantir ao pequeno e médio produtor os preços mínimos e armazenagem para guarda e conservação de seus produtos; (b) suprir carências alimentares em áreas desassistidas ou não suficientemente atendidas pela iniciativa privada; (c) fomentar o consumo dos produtos básicos e necessários à dieta alimentar das populações carentes; (d) formar estoques reguladores e estratégicos objetivando absorver excedentes e corrigir desequilíbrios decorrentes de manobras especulativas; (e) participar da formulação de política agrícola; (f) fomentar, através de intercâmbio com universidades, centros de pesquisas e organismos internacionais, a formação e aperfeiçoamento de pessoal especializado em atividades relativas ao setor de abastecimento; (g) assistir, mediante a doação de alimentos disponíveis em seus estoques, às comunidades e famílias atingidas por desastres naturais em Municípios em situação de emergência ou estado de calamidade pública reconhecidos pelo Poder Executivo federal, na forma do regulamento. Antonio Martins Arantes Lício explica que:

*“a CONAB (Companhia Nacional de Abastecimento), empresa pública que tem por atribuições básicas a gerência da política agrícola no segmento do abastecimento alimentar e a execução da Política de Garantia de Preços Mínimos, objetivando principalmente a garantia de atendimento das necessidades básicas das camadas mais pobres da sociedade, através da distribuição de cestas básicas.”<sup>155</sup>*

Além daqueles mencionados acima existem outros participantes na cadeia agronegócio que exercem algum tipo de função reguladora, tais como: (a) as autoridades fitossanitárias, responsáveis pela vigilância sanitária aplicável ao agronegócio; (b) o INCRA cuja missão prioritária é executar a reforma agrária e realizar o ordenamento fundiário nacional; (c) as autoridades alfandegárias responsáveis pelas regras referentes ao comércio exterior brasileiro, incluindo o agronegócio; (d) o CMN e o BACEN dispondo, cada um em suas áreas de competência, as regras referentes às operações do mercado de câmbio e do mercado financeiro, inclusive as normas referentes ao crédito subsidiado e as normas aplicáveis às instituições

---

<sup>155</sup> LÍCIO, Antônio Martinho Arantes. O Ministério da Agricultura e o agronegócio. In: CALDAS, Ruy de Araújo (Ed.) Agronegócio brasileiro. Brasília: CNPQ, 1998. P. 119-121

financeiras financiadoras do setor; e (e) a CVM com o fim de regular as operações do setor envolvendo valores mobiliários e os seus respectivos emissores.

O agronegócio é um dos setores da economia mais demandante de crédito, principalmente pelo fato de que vários de seus segmentos serem de natureza capital intensivo. Isso porque o ciclo produtivo do agronegócio envolve gastos relacionados ao preparo de terras, ao plantio propriamente dito e ao consequente manejo, bem como gastos relacionados à colheita e ao transporte. Somam-se a isso, os gastos com o eventual beneficiamento e industrialização, e o fato de que as receitas advindas da produção dependerem da sazonalidade da colheita.

Pode-se elencar 3 (três) perfis de operação de crédito para o financiamento do agronegócio, quais sejam: (a) financiamento via operações de crédito subsidiado; (b) financiamento via operações vinculadas ao comércio de determinado produto agrícola (no mercado externo ou interno); ou (c) financiamento via operações de crédito realizadas no âmbito do mercado financeiro e de capitais.

Estima-se que o financiamento das atividades do agronegócio seja dividido da seguinte forma: (a) 30% (trinta por cento) mediante contratações de operações de crédito subsidiado; (b) 30% (trinta por cento) mediante contratação de operações de crédito não subsidiadas; e (c) 40% (quarenta por cento) mediante recursos próprios.

Dentre as políticas mais conhecidas de crédito subsidiado destaca-se o crédito rural instituído pela Lei nº 4.829/65, que criou o denominado Sistema Nacional de Crédito Rural.

O crédito rural tem como objetivo conceder recursos financeiros por entidades públicas e estabelecimentos de crédito particulares a produtores rurais ou a suas cooperativas para aplicação exclusiva em (a) custeio, quando destinados a cobrir despesas normais de um ou mais períodos de produção agrícola ou pecuária; (b) investimento, quando se destinarem a inversões em bens e serviços cujos desfrutes se realizem no curso de vários períodos; (c) comercialização, quando destinados, isoladamente, ou como extensão do custeio, a cobrir despesas próprias da fase sucessiva à coleta da produção, sua estocagem, transporte ou à monetização de títulos oriundos da venda pelos produtores; e (d) industrialização de produtos agropecuários, quando efetuada por cooperativas ou pelo produtor na sua propriedade rural.

São objetivos específicos do crédito rural: (a) estimular o incremento ordenado dos investimentos rurais, inclusive para armazenamento, beneficiamento e industrialização dos produtos agropecuários, quando efetuado por cooperativas ou pelo produtor na sua propriedade rural; (b) favorecer o custeio oportuno e adequado da produção e a comercialização de produtos agropecuários; (c) possibilitar o fortalecimento econômico dos produtores rurais, notadamente pequenos e médios; e (d) incentivar a introdução de métodos racionais de produção, visando ao aumento da produtividade e à melhoria do padrão de vida das populações rurais, e à adequada defesa do solo.

As operações de crédito subsidiado apesar de terem contribuído para aumentar o crédito para o agronegócio geraram algumas consequências negativas para o setor<sup>156</sup>.

A principal dessas consequências decorre do caráter social de algumas dessas operações, tal como o crédito rural, pois permite inúmeras concessões aos produtores rurais. Isso faz com que o produtor não tenha incentivo para melhorar sua gestão administrativa e financeira, ou ainda tome medidas contrárias às melhores práticas, em razão de o produtor sempre esperar uma prorrogação obrigatória do pagamento.

Por conta dessas características as instituições financeiras foram ao longo do tempo se distanciando do agronegócio, preferindo deixar os recursos do crédito rural recolhidos no BACEN sem qualquer remuneração do que conceder créditos subsidiados para os produtores. Isso faz com que anualmente o montante dos recursos de crédito subsidiado para o agronegócio venha a ser reduzido o que dificulta o planejamento dos produtores rurais.

Com menos crédito subsidiado os produtores são obrigados a procurar outras linhas de financiamento. No entanto, como não têm o costume de contratar esse tipo de operação e em virtude do número reduzido de interessados em financiar a produção (por conta do distanciamento mencionado anteriormente), os produtores não conseguem todo o crédito necessário para desenvolver suas atividades.

Em adição às linhas subsidiadas de crédito o agronegócio também se financia com os próprios participantes da cadeia, com operações vinculadas ao comércio de determinado

---

<sup>156</sup> Não se propõe criticar o programa de crédito subsidiado. Esse importante programa que gera crédito para o setor.

produto agrícola (no mercado externo ou interno). Dentre essas, destacam-se as operações de comércio exterior contratadas com as conhecidas sociedades comercializadoras de produtos agrícolas (as *tradings companies*). Nesse tipo de operação, as *trading companies*, por terem interesse no recebimento do produto (para posterior revenda no mercado interno ou externo), adiantam recursos para os produtores rurais que, por sua vez, pagam essa obrigação mediante a entrega da própria produção. No passado, o crescimento desse tipo de operação, inclusive, foi facilitado em decorrência dos incentivos fiscais concedidos aos exportadores e aos investidores não residentes que aplicam recursos numa operação de pré-pagamento de exportação.

Além dessas operações de pagamento antecipado o agronegócio se financia por intermédio de alguns títulos de crédito não integrantes dos programas subsidiados, tais como os títulos disponíveis para o financiamento de exportação como a nota de crédito à exportação e a cédula de crédito à exportação, instituídas pela Lei nº 6.313/75.

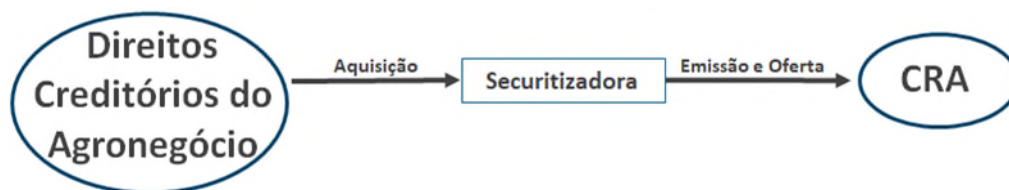
Apesar da importância das operações acima, verificou-se, a partir da década de 90, que tais opções de financiamento não eram capazes de atender totalmente às necessidades de crédito do agronegócio. Por conta disso, seria necessário criar um sistema jurídico que possibilitasse aumento do crédito não subsidiado para o setor, contribuindo inclusive como uma forma de aproximar o agronegócio ao mercado financeiro e de capitais.

Nesse contexto, foram criados novos títulos de crédito voltados para o financiamento do agronegócio, quais sejam a CPR, a CPR Financeira, o CDA, o WA, o CDCA, a LCA e o CRA.

#### **IV.2. Definição e a Criação dos CRA**

O CRA é título de crédito nominativo, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro e constitui título executivo extrajudicial.

Trata-se de um título causal, ou seja, sua emissão depende da vinculação prévia a direitos creditórios do agronegócio pela companhia securitizadora emissora, conforme ilustrado abaixo.



Os CRA são necessariamente emitidos de forma escritural, ou seja, não apresentam cártula e são criados a partir do registro em sistema de registro e de liquidação financeira autorizado pelo BACEN.

Em relação à circulação os CRA são títulos nominativos, sendo que a sua circulação opera-se mediante transferência em sistema de registro autorizado pelo BACEN ou pela CVM a exercer a atividade de registro ou depósito centralizado de ativos financeiros e de valores mobiliários, nos termos do disposto na Lei nº 12.810/13.

O CRA foi instituído no ordenamento brasileiro pela Lei nº 11.076/04, legislação que veio substituir a Medida Provisória 221/2004, tendo sido criado em conjunto com outros títulos do agronegócio, tais como o CDA, o WA, o CDCA e a LCA.

Inspirado no CRI, instrumento de securitização utilizado para o mercado imobiliário, o CRA foi criado de forma a aumentar as opções de financiamento disponíveis para determinados agentes da cadeia produtiva do agronegócio, em especial, para os produtores rurais e para os não produtores que viessem a manter alguma relação comercial com um produtor rural.

Quando das discussões prévias à edição da referida legislação o Sr. Deputado Moacir Micheletto (relator do projeto de conversão da Medida Provisória 221/2004 e que resultou na edição da Lei nº 11.76/04) ressaltou-se, em anexo à Mensagem 651, de 2004, a necessidade de criação de instrumentos privados que pudessem completar a necessidade de recursos do setor agropecuário, em virtude das políticas públicas de concessão de crédito só atenderem 30% (trinta por cento) da demanda de crédito do setor. Além disso, outro argumento mencionado pelo mesmo deputado foi que os instrumentos privados disponíveis até então não teriam condições de atender todos participantes da cadeia produtiva do agronegócio. Aliado a isso, houve a constatação de que alguns investidores, tinham o interesse de aplicar recursos no agronegócio, porém não gostariam de fazer diretamente em favor do produtor rural. Nesse



contexto, foram criados o CDCA, a LCA e o CRA que podem ser emitidos por diversos participantes do agronegócio, de forma a servirem como uma “ponte” entre o mercado financeiro e os produtores rurais.<sup>157</sup>

Com a criação dos títulos acima o agronegócio passou a contar com mecanismos de financiamento disponíveis para toda a cadeia do agronegócio, tais como: (a) a CPR e a CPR

---

<sup>157</sup> A seguir alguns trechos do Parecer do Sr. Deputado Moacir Micheletto Exposição de Motivos apresentada durante a tramitação da Lei nº 11.076/04: “O setor agropecuário tem sido um dos grandes pilares de nossa economia. Sucessivos recordes na produção e na exploração de grãos e de carnes são exemplos da expressiva contribuição desse segmento para o crescimento econômico do País bem como para a busca de estabilidade e melhoria das contas públicas. Entretanto, paralelamente ao dinamismo econômico experimentado pelas atividades rurais nos últimos anos, avolumaram-se, no período, sinais de esgotamento de seu modelo de financiamento. Os instrumentos legais vigentes até a edição da Medida Provisória de 2004 – especialmente aqueles relacionados aos mecanismos de comercialização da produção agropecuária e ao uso desses produtos como lastro para a obtenção de crédito junto a outros setores da sociedade – não tem sido capazes de direcionar para o segmento no volume e com a agilidade adequados, os recursos necessários ao financiamento de suas atividades. A evolução dos custos de produção, a utilização de tecnologias avançadas e a incorporação de novas áreas ao processo produtivo, agravadas pela estagnação das principais fontes de recursos que irrigam o Sistema Nacional de Crédito Rural (SNCR), têm contribuído para que o momento de crédito disponibilizado por aquele Sistema, em cada ano-safra, não acompanhe a evolução da demanda por crédito vinda dos produtores rurais e de suas cooperativas. Atualmente, o SNCR atende somente cerca de 30% das necessidades de crédito do setor agropecuário, o que tem obrigado os produtores rurais a buscarem mecanismos alternativos de financiamento de sua produção fora do sistema financeiro, via de regra às empresas de insumos, de comercialização (“traders”), de processamento ou de máquinas e implementos agrícolas. Esses financiamentos têm sido operacionalizados, basicamente, por meio da Cédula de Produto Rural (CPR), instituída pela Lei nº 8.929, de 22 de agosto de 1994, que se constitui no instrumento pelo qual os produtores rurais podem levantar os recursos complementares ao desenvolvimento de suas atividades, de duas formas: (a) vendendo a sua produção, para entrega futura, a compradores que tenham interesse no recebimento do produto adquirido, fazendo uso da modalidade de CPR denominada física; (b) adquirindo insumos, máquinas e implementos de fornecedores mediante a emissão de uma outra modalidade de CPR, está com cláusula de liquidação financeira. Esta CPR financeira também é utilizada pelos produtores rurais para levantarem empréstimos junto a outros agentes do mercado que não tenham interesse em receber produto. Com isso, quer seja por meio das agroindústrias processadoras, empresas exportadoras de produtos agrícolas, empresas de insumos e defensivos, revendedores de máquinas e implementos, quer seja por intermédio dos bancos que operam o SNCR, foi criada uma ponte entre os produtos rurais e suas cooperativas e esses agentes do mercado, estabelecendo um elo comercial integrado e eficiente na cadeia produtiva do agronegócio. Por outro lado, esses agentes que operam diretamente com o setor rural são obrigados a manter em carteira os ativos oriundos dessa relação, bancando uma operação de financiamento quase sempre desvinculada de seus objetivos estatutários, enquanto que o mercado de capitais continua afastado do agronegócio, principal âncora da balança comercial brasileira. Faz-se necessário, por conseguinte, viabilizar o acesso ao mercado de capitais a esses agentes que, por meio de financiamentos formais ou informais, complementam as necessidades de recursos do setor rural, possibilitando-lhes monetizar os seus ativos em recebíveis e ampliar a oferta de recursos para os produtores rurais. Assim, as inovações que ora propomos têm por objetivo instituir três novos títulos de crédito para o segmento do agronegócio brasileiro, com a finalidade de viabilizar o aporte de recursos do mercado de capitais, em especial dos fundos de investimento, observando que: (I) o Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio será emitido pelas cooperativas de produtores rurais e outras pessoas jurídicas que exerçam a atividade de comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos e insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na produção agropecuária; II – A Letra de Crédito do Agronegócio (LCA), será emitida pelas instituições financeiras públicas e privadas; III – o Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA), que será de emissão exclusiva das companhias securitizadora de direitos creditórios do agronegócio. Tratam-se de títulos de crédito nominativos de livre negociação representativos de promessa de pagamento em dinheiro e que terão como lastro direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais e suas cooperativas e agentes da cadeia produtiva do agronegócio, podendo ser negociados em Bolsa de Valores e de Mercadorias e Futuros e em mercados de balcão organizados autorizados a funcionar pela Comissão de Valores Mobiliários.”

Financeira disponíveis para o financiamento direto dos produtores rurais; (b) o CDA e o WA disponíveis para as operações relacionadas ao armazenamento de produtos agropecuários; (c) o CDCA disponível para o financiamento de cooperativas ou pessoas jurídicas integrantes da cadeia produtiva do agronegócio; (d) a LCA disponível para a captação de recursos por parte das instituições financeiras que venham a financiar a cadeia produtiva do agronegócio; e (e) o CRA disponível para viabilizar operações de securitização de direitos creditórios do agronegócio.

Para Renato Buranello os títulos acima inserem na reformulação da política agrícola para o financiamento do agronegócio, conforme exposto a seguir:

*“Assim, foi feita a reformulação política agrícola para o financiamento do setor – afastando-se da lógica do antigo sistema – para um novo sistema que temos chamado de financiamento privado do agronegócio, que visa possibilitar a concessão de crédito ao setor via mercado financeiro e de capitais, voltado para o desenvolvimento de uma agricultura moderna e competitiva, que possa estimular investimentos no setor, especialmente de bancos privados e fundos nacionais e internacionais”<sup>158</sup>*

### **IV.3. Lastros dos CRA**

#### **IV.3-A. O Conceito de Lastro dos CRA e a Jurisprudência da CVM**

O CRA sendo um título causal pressupõe uma vinculação a um direito creditório do agronegócio titulado pela securitizadora emissora, que também é denominado de “lastro”.

De forma distinta do que ocorre com as emissões de CRI o conceito de lastro para fins das emissões de CRA é definido em lei, nos termos do parágrafo primeiro do artigo 23 da Lei nº 11.076/04, transcrito abaixo:

---

<sup>158</sup> BURANELLO, Renato M. *Sistema Privado de Financiamento do Agronegócio – Regime Jurídico*. 2ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011. P. 449

*“Art. 23. Ficam instituídos os seguintes títulos de crédito: (...) III – Certificados de Recebíveis Agronegócio - CRA; (...) Parágrafo Primeiro. Os títulos de crédito de que trata este artigo são vinculados a direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária.”*

De forma distinta do que ocorre com os CRI que são lastreado por créditos imobiliários os CRA são lastreados em direitos creditórios. Entende-se por direito creditório como os direitos e títulos representativos de crédito, originários de quaisquer negócios, e os warrants, contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias e/ou serviços para entrega ou prestação futura, bem como em títulos ou certificados representativos desses contratos. Ou seja, é o direito que alguém tem em face de outra pessoa, oriundo de uma obrigação de dar ou de fazer, que inclui uma promessa de pagar alguma soma em dinheiro ou ainda de entregar determinado produto ou mercadoria<sup>159</sup>.

Uma vez identificado o conceito de direito creditório deve-se levar em consideração 3 (três) fatores para qualificá-lo ou não como direito creditório do agronegócio, quais sejam: (i) o tipo do negócio originador do direito creditório a ser vinculado a um CRA, considerando, inclusive, a atividade da companhia securitizadora; (ii) a relação desse negócio com a atividade do agronegócio estabelecida pela Lei nº 11.076/04, definida com a combinação de qualquer um dos seguintes 4 (quatro) verbos “comercializar”, “produzir”, “beneficiar” ou “industrializar” com qualquer um dos seguintes 4 (quatro) objetos “produtos agropecuários”, “insumos agropecuários”, “máquinas” ou “implementos” utilizados na produção agropecuária”; e (iii) a participação direta de um ou mais produtores rurais no referido negócio (como cedente ou como

---

<sup>159</sup> Uma grande diferença entre as emissões de CRI e de CRA é justamente em relação ao seu lastro. As emissões de CRI são vinculadas a créditos imobiliários. Já as emissões de CRA são vinculadas a direitos creditórios do agronegócio. A diferença de terminologia entre “crédito” e “direito creditório” já foi objeto de posicionamento da CVM, nos termos do Processo CVM 2007/0547. Para a CVM “credito” seria algo já constituído no momento da emissão. Já o “direito creditório” envolveria direitos futuros em montante ainda a serem definidos. Essa distinção levou a CVM a decidir de maneira distinta entre operações de CRI e de CRA com estruturas semelhantes.

devedor dos direitos creditórios) ou a comprovação de que o negócio trará benefícios para um ou mais produtores rurais.

Em relação ao tipo de negócio a Lei nº 11.076/04 não estabeleceu qualquer restrição acerca de quais relações jurídicas poderiam ser utilizadas para originar os direitos creditórios do agronegócio, podendo o CRA, assim, ser vinculado aos mais variados negócios jurídicos, tais como contratos de compra e venda de produtos ou de insumos agrícolas, contratos de financiamento, títulos de crédito, contratos de construção, aquisição ou arrendamento de equipamentos utilizados na produção agropecuária, contratos de compra e venda ou de arrendamento de imóveis rurais e outros.<sup>160</sup>

A tabela abaixo ilustra as combinações que podem ser feitas para identificação das atividades relacionadas aos negócios aptos a lastrearem as emissões de CRA

<b>Verbos</b>	<b>Objetos</b>
<b>Comercializar</b>	Produtos Agropecuários
	Insumos Agropecuários
	Implementos Utilizados na Produção Agropecuária
	Máquinas Utilizadas na Produção Agropecuária
<b>Produzir</b>	Produtos Agropecuários
	Insumos Agropecuários
	Implementos Utilizados na Produção Agropecuária
	Máquinas Utilizadas na Produção Agropecuária
<b>Industrializar</b>	Produtos Agropecuários
	Insumos Agropecuários
	Implementos Utilizados na Produção Agropecuária
	Máquinas Utilizadas na Produção Agropecuária
	Produtos Agropecuários
	Insumos Agropecuários

<sup>160</sup> Por conta da pluralidade de negócios que podem ser objeto de uma emissão de CRA, os quais incluem também operações de compra e venda ou de arrendamento de imóveis rurais entende-se que há uma zona de interseção entre o mercado de securitização imobiliária e do agronegócio. Ou seja, todas as vezes em que exista uma operação envolvendo simultaneamente um imóvel rural poder-se-ia imaginar que esse negócio poderia ser utilizado como lastro de uma emissão de CRA ou de CRI.

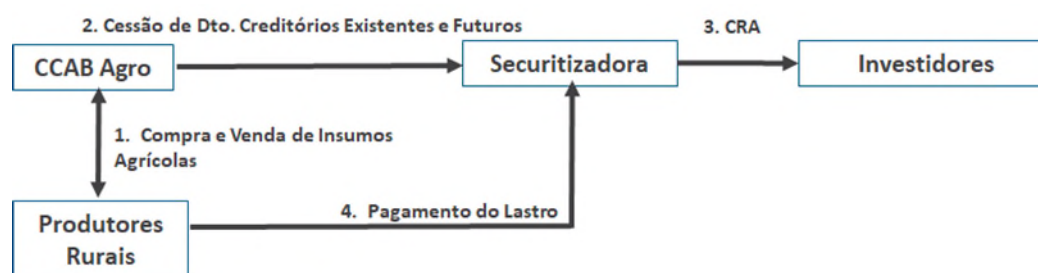
<b>Beneficiário</b>	Implementos Utilizados na Produção Agropecuária
	Máquinas Utilizadas na Produção Agropecuária

A atuação da CVM em relação às emissões de CRA foi a de interpretar o conceito previsto na Lei nº 11.076/04, antes mesmo da edição de qualquer normativo específico pela autarquia para regulamentar as emissões de CRA, conforme será exposto a seguir.

#### *Caso CCAB Agro: Revolvência do Lastro*

Em 26 de novembro de 2013 o Colegiado da CVM avaliou o pedido de registro de oferta pública de distribuição da 10ª série de CRA da 1ª emissão da Octante Securitizadora S.A. (PROC. RJ2013/8860).

A estrutura da operação encontra-se resumida abaixo:



Conforme ilustração acima a estrutura tinha a seguinte característica:

1- A CCAB Agro S.A. (“CCAB Agro”), no curso ordinário dos seus negócios, celebra regularmente contratos de compra e venda de insumos agrícolas para os produtores rurais que sejam os seus clientes. Geralmente o prazo de entrega e de pagamento seguem o prazo da safra dos produtores rurais;

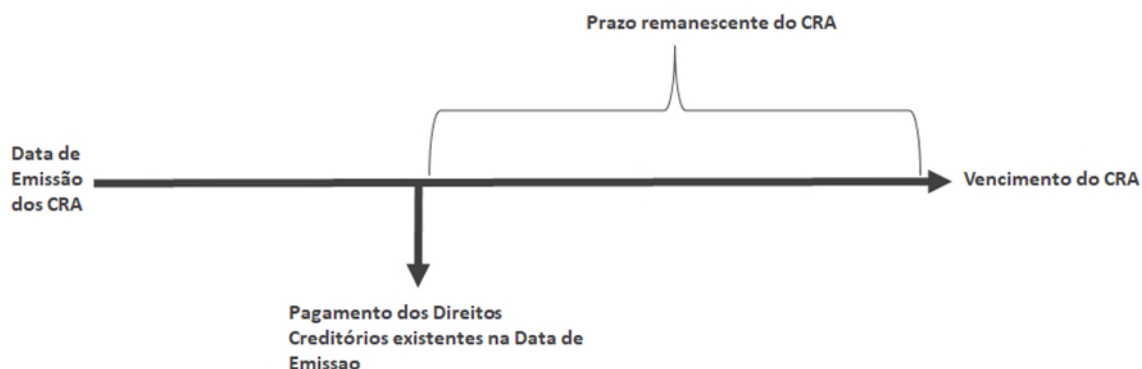
2- A CCAB Agro necessita regularmente de capital para desenvolver suas atividades. Uma das opções seria a securitização dos recebíveis presentes e futuros no âmbito de uma emissão de CRA. Nesse contexto a CCB Agro cedeu para a Securitizadora os direitos creditórios oriundos de seus contratos comerciais (atuais e futuros);

3- A Securitizadora vinculou os direitos creditórios atuais e futuros cedidos pela CCAB Agro a uma emissão de CRA, a qual foi distribuída junto a investidores do mercado; e

4- Os Produtores Rurais, atuais e futuros, seriam instruídos a efetuar os pagamentos diretamente na conta da Securitizadora para posterior repasse aos investidores.

O principal ponto de discussão de caso referiu-se à possibilidade de estruturação da operação com a possibilidade de revolvência<sup>161</sup> quanto aos direitos creditórios futuros oriundos das futuras comercializações devidas pelos mesmos produtores rurais ou por outros enquadrados dentro de um critério de elegibilidade previamente estabelecido.

Na data de emissão o prazo dos CRA era superior ao prazo dos direitos creditórios existentes, conforme ilustrado na linha do tempo abaixo.



Isso decorre do fato de que os investidores estavam dispostos a investir em título por prazo superior ao prazo existente dos direitos creditórios existentes e ainda pelo fato de que para a CCAB Agro seria interessante realizar a operação considerando o prazo mais longo.

A lógica existente nessa operação decorria da periodicidade de que a CCAB Agro efetuava nova comercialização de insumos e na previsibilidade das novas receitas considerando determinado histórico da performance de vendas da CCAB Agro.

<sup>161</sup> O conceito de revolvência foi abordado no Capítulo I desse trabalho.

A SRE ao avaliar a estrutura entendeu, entre outros, que: (i) o presente caso não se assemelhava ao Caso Rio Bravo; (ii) o presente caso encontrava amparo na legislação vigente, mais especificamente na Lei nº 11.076/04; (iii) o procedimento de revolvência pretendido para os direitos creditórios do agronegócio vinculados aos CRA da Securitizadora assemelhava-se ao procedimento de substituição de créditos que lastreavam títulos emitidos nas operações de securitização, conforme previsto no item 1.7 do Anexo III-A da Instrução CVM 400/03

A PPE, no entanto, manifestou-se, por meio do MEMO/Nº 286/2013/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU, no sentido de não haver possibilidade jurídica de revolvência dos direitos creditórios vinculados aos CRA, nos termos apresentados pelos requerentes, motivo pelo qual recomendou o indeferimento do pedido. Segundo a PFE, o princípio do formalismo dos títulos de crédito, bem como o precedente do Proc. RJ2007/0547, indicam que o Termo de Securitização do CRA deve conter os elementos estabelecidos nos incisos do art. 40 da Lei nº 11.076/04, que, por sua vez, exigem a existência de crédito constituído, com devedor e valor determinados. A possibilidade de substituição dos direitos creditórios, admitida no art. 32, § 1º, da Lei 11.076/04, aplica-se somente ao CDCA e à LCA, não sendo possível a extensão analógica ao CRA, título de crédito constituído a partir de operação de securitização e com tratamento legal próprio.

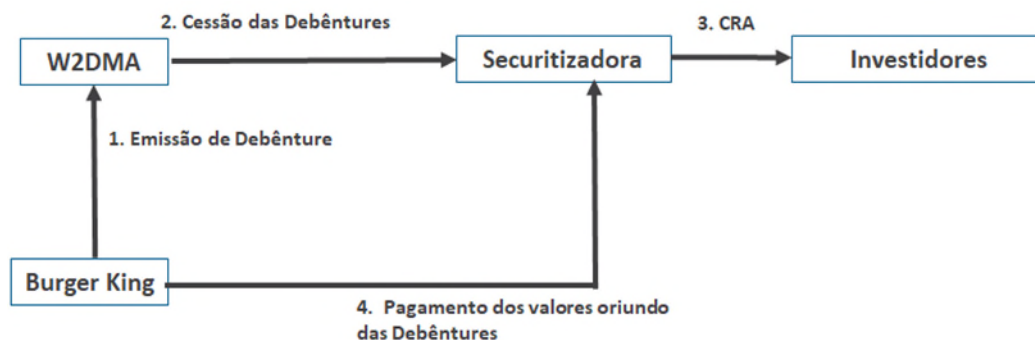
No entanto, o Colegiado da CVM acompanhando o voto do então Diretor Otavio Yazbek, deliberou pela possibilidade da revolvência em virtude de que: (a) o instituto em questão é o da “revolvência” de direitos creditórios em um determinado tipo de instrumento destinado à securitização de recebíveis agropecuários, o CRA; (b) a expressão “revolvência” designa o processo pelo qual se substituem os lastros de um determinado instrumento durante a sua vigência. Esse tipo de prática se impõe em alguns modelos de securitização, dada a discrepância entre os prazos dos lastros e o prazo dos instrumentos emitidos – há demanda por instrumentos com vencimentos mais longos, que, muitas vezes, pode esbarrar em recebíveis de prazos mais curtos; (c) títulos como o CRA não apenas são fruto de um processo de securitização, como também, para tomar uma terminologia emprestada das finanças, possuem, em alguma medida, natureza sintética, tendo destacado que eles não representam a securitização de uma única relação creditícia, mas sim de diversas relações que podem, inclusive, ter perfis distintos, assim se dando origem a um instrumento com características próprias; (d) existe uma natural diferença entre os títulos de crédito mais tradicionais e títulos que, como os CRA, são fruto de processos de securitização. Se, para aqueles primeiros, por exemplo, é natural que a

indicação precisa dos direitos creditórios na forma, aliás, do art. 889 do Código Civil, já conste do título, o mesmo talvez nem possa ocorrer em instrumentos que são fruto de securitização e que, por isso mesmo, embutem uma dinâmica mais complexa; e (e) o artigo 32 da Lei 11.076/04 não reforça o entendimento da impossibilidade de revolvência para os CRA. Isso porque o dispositivo em questão regulamenta (uma vez que está se lidando com processo de constituição de direito – penhor – que demanda um regime diferenciado), e não se destina propriamente a permitir tal procedimento.

### *Caso Burger King: O CRA por Destinação*

Talvez um dos casos mais importantes para a definição dos lastros de CRA tenha sido o caso do Burger King. Em 30 de agosto de 2016 o Colegiado da CVM julgou recurso interposto pela Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A. e pela XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A., na qualidade de coordenador líder, contra entendimento da SRE no âmbito do pedido de registro da oferta pública de distribuição de CRA da 79ª série da 1ª emissão da securitizadora (Processo SEI 19957.001669/2016-13).

A estrutura da operação encontra-se resumida abaixo:



Conforme ilustração acima a estrutura tinha a seguinte característica:

1- O Burger King emitiu debêntures as quais foram subscritas pela W2DMA (“W2DMA”)<sup>162</sup>. A escritura de emissão das debêntures previa uma obrigação de

<sup>162</sup> A emissão das debêntures foram feitas em favor da W2DMA em função de exigência da SRE acerca da necessidade de toda as emissões de CRA terem direitos creditórios que tenham sido cedidos em favor da securitizadora, sem a possibilidade, dessa forma, da emissão direta do título.



destinação de recursos pelo Burger King para a aquisição de produtos agrícolas de produtores rurais;

2- A W2DMA cedeu os direitos creditórios oriundos das debêntures para a Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A.;

3- A Securitizadora vinculou os créditos oriundos das debêntures em uma emissão de CRA, a qual seria distribuída junto a investidores do mercado; e

4- O Burger King se comprometeu a fazer os pagamentos devidos no âmbito das debêntures diretamente em favor da Securitizadora.

O principal ponto de discussão nesse caso estava atrelado ao fato de que o Burger King não ser um produtor rural e, nesse sentido, a debênture de sua emissão não seria apta a lastrear uma emissão de CRA, ainda que tivesse uma destinação de recursos obrigatória voltada para a aquisição de produtos agrícolas comercializados por produtores rurais.

A PFE, nesse caso, entendeu, em síntese, que: (i) sendo o CRA título com isenção fiscal, a Lei nº 11.076/04 deveria ser interpretada restritivamente; (ii) o Burger King, rede de restaurantes com atividade específica, não poderia ser caracterizada como integrante da cadeia de agronegócios; e (iii) com base no Caso Rede D'or I, o fluxo de pagamentos dos CRA deveria estar relacionado ao risco específico do setor do agronegócio.

A SRE concluiu a sua análise no sentido de que não seria possível a concessão do registro da oferta dos CRA pois em seu entendimento o lastro dos CRA deveriam atender aos seguintes requisitos: (1) estar vinculado a negócios realizados entre produtores rurais (ou suas cooperativas) e terceiros, relacionados com a produção, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária, nos termos do art. 23, §1º, da Lei 11.076; e (2) prover, em sua essência, financiamento ao produtor rural.

No entanto, o Colegiado da CVM, por maioria<sup>163164</sup>, entendeu que esse tipo de debênture poderia ser enquadrado como lastro de CRA, tendo em vista que a destinação dos recursos constantes da escritura de emissão criava o vínculo necessário com o produtor rural, conforme exigido pela Lei nº 11.076/04.

A partir da decisão da CVM no Caso Burger King os CRA passaram a contar com lastros a serem enquadrados pela sua destinação, desde que essa destinação fosse para produtores rurais, no âmbito das atividades de produção, comercialização, beneficiamento ou a industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária.

### *Caso Syngenta: A Figura do Distribuidor*

Em 21 de novembro de 2017 o Colegiado da CVM julgou recurso interposto pela VERT Companhia Securitizadora e pelo Banco Santander (Brasil) S.A. contra entendimento da SRE

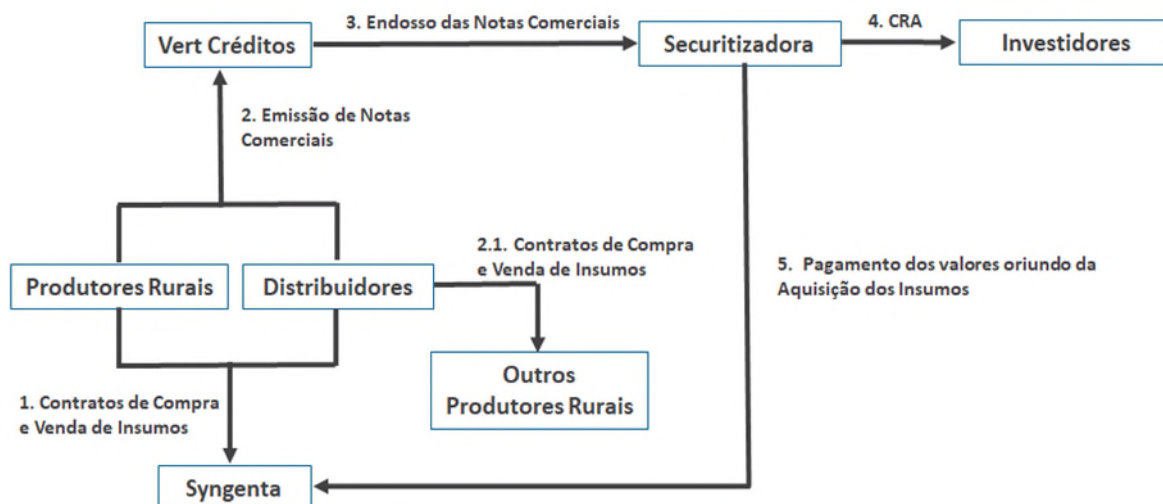
---

<sup>163</sup> Conforme trechos do voto do então Presidente da CVM Leonardo Pereira: “Considerando o acima exposto, em resumo, entendo que: (i) para que seja caracterizado como lastro de uma emissão de CRA, o direito creditório deve ter origem em negócios realizados, necessariamente, entre o produtor rural (ou cooperativas) e terceiros; (ii) à luz da própria redação do parágrafo primeiro do art. 23, “negócios” não estão restritos ao financiamento do produtor rural, podendo compreender outros tipos de transações comerciais; (iii) tais transações devem estar relacionadas à produção, comercialização, ao beneficiamento ou à industrialização de produtos/insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade; (iv) o precedente do Processo RJ2012/12177 não é aplicável à presente discussão, pois em nenhum momento a definição que hoje existe na Lei 11.076 estabelece como característica do CRA que o seu fluxo de pagamentos seja oriundo da atividade do agronegócio; (v) a Oferta está em conformidade com a Lei 11.076 na medida em que (a) os Fornecedores cumprem com a definição de produtor rural fixada pela IN 971; (b) a aquisição de carne in natura é uma comercialização de produtos agropecuários; e (c) as Debêntures lastro da Oferta estão vinculadas à referida transação comercial.”

<sup>164</sup> Conforme trechos do voto do então Diretor da CVM Pablo Renteria: “3. Como se vê, o dispositivo não restringe os tipos de direito creditório que podem ser admitidos como lastro de certificados de recebíveis do agronegócio, exigindo, contudo, que sejam originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, relacionados com a produção, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária. 4. Vale dizer, portanto, que a restrição estabelecida em lei não é tipológica nem formal, mas de ordem funcional, atinente à origem do crédito. Por isso que não há óbice jurídico a que seja admitido como lastro de CRA crédito diverso daquele tipicamente agropecuário, inclusive debênture simples, desde que a sua causa seja o negócio celebrado entre o produtor rural (ou sua cooperativa) e terceiro, relacionado com alguma etapa do processo de produção rural. 5. É o que se observa no caso em exame. Os arranjos contratuais previstos na minuta de escritura e do termo de securitização – descritos no § 21 do voto do Presidente Leonardo Pereira – evidenciam que as debêntures simples emitidas pela BK Brasil Operação e Assessoria a Restaurantes S.A (“BK”) são originárias de negócios de fornecimento que esta última realizou com produtores rurais – JBS S.A. e Seara Alimentos Ltda. – relacionados à comercialização de produto rural – a carne in natura. As debêntures, com efeito, destinam-se, exclusivamente, ao pagamento das obrigações assumidas pela BK perante o produtor rural nos referidos contratos. 6. As debêntures, em outras palavras, não são emitidas por outra razão senão o cumprimento dos negócios celebrados com o produtor rural e subsistirão apenas na medida em que seja respeitada essa sua origem específica. 7. Pode-se dizer, portanto, que os contratos de fornecimento são a causa da emissão das debêntures, que satisfazem, assim, o requisito legal da originação estabelecido no art. 23, § 1º, da Lei nº 11.076, de 2004.

no âmbito do pedido de registro da oferta pública de distribuição de CRA da 1ª série da 12ª emissão da securitizadora (Processo SEI 19957.006751/2017-15).

A estrutura da operação encontra-se resumida abaixo:



Conforme ilustração acima a estrutura tinha a seguinte característica:

- 1- A Syngenta pretendia comercializar insumos para determinados Produtores Rurais e para Distribuidores. Tais Produtores Rurais e Distribuidores, dessa forma, formalizariam pedido de compra para aquisição de determinados insumos;
- 2- Para financiar a aquisição desses insumos os Produtores Rurais e os Distribuidores emitiriam notas comerciais em favor da Vert Créditos;
- 2.1. Ainda, a aquisição dos insumos pelo Distribuidor tinha como objetivo permitir a posterior revenda para outros produtores rurais;
- 3- A Vert Créditos transferiria as notas comerciais em favor da Securitizadora;
- 4- A Securitizadora vincularia os créditos oriundos das notas comerciais em uma emissão de CRA, a qual seria distribuída junto a investidores do mercado; e

5- A Securitizadora faria o desembolso dos valores oriundos dos CRA e das notas comerciais, conseqüentemente, diretamente em favor da Syngenta, por conta e ordem dos Produtores Rurais e dos Distribuidores.

A principal discussão do caso se referia a possibilidade de os CRA serem lastreados em títulos de dívida de distribuidores de produtos agrícolas, que não são enquadrados como produtores rurais. Os Distribuidores no presente caso tinham como objetivo adquirir os insumos comercializados pela Syngenta para depois revende-los para produtores rurais do seu relacionamento, não existindo a identificação de quais produtores rurais iriam posteriormente adquirir tais produtos agrícolas.

A área técnica e o Colegiado da CVM indeferiram a oferta por entenderem que:

(a) os CRA devem ter por lastro direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros;

(b) no presente caso, os negócios de venda de defensivos agrícolas realizados entre distribuidores e a Syngenta não se prestam ao cumprimento de tal exigência, uma vez que nenhuma das partes é produtora rural;

(c) a posterior venda pelos Distribuidores para Produtores Rurais é futura e incerta, dada a ausência de formalização dessas relações jurídicas previamente à emissão dos CRA;  
e

(d) ainda que possa ser considerada provável, em razão da destinação natural e legalmente controlada dos defensivos agrícolas, a existência desses negócios permanece incerta, dado o risco comercial incorrido pelo distribuidor de não conseguir revender todo o seu estoque junto a produtores rurais.

Apesar do indeferimento a CVM reconheceu que a decisão poderia ter sido outra caso os negócios de venda de defensivos agrícolas realizadas entre distribuidores e os produtores rurais tivessem sido vinculados às notas promissórias que servem de lastro aos CRA. Ou seja, um negócio jurídico firmado por partes que não sejam produtores rurais poderia ser enquadrado como lastro de CRA (“Negócio Lastro”) caso uma das partes apresentasse outro negócio

jurídico firmado com produtor rural e que o adimplemento dessa relação dependa do Negócio Lastro.

Após os casos acima a CVM editou a Instrução CVM nº 600/18 regulamentando o conceito de direito creditório, em seu artigo 2º, prevendo que os CRA devem ser vinculados a direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais<sup>165</sup>, ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de: (i) produtos agropecuários; (ii) insumos agropecuários; ou (iii) máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária.

A grande característica da Instrução CVM nº 600/18 foi a de incorporar em um normativo a jurisprudência criada a partir dos casos Burger King, CCAB Agro e Syngenta, mencionados acima.

A Instrução CVM nº 600/18 reconheceu a inexigibilidade que um produtor rural venha a ser parte do negócio que seja vinculado ao CRA. Nesses casos, no entanto, em linha com o Caso Burger King, exigiu a comprovação, pelo menos, da transferência do benefício para um produtor rural em decorrência da emissão dos CRA. Nesse caso, haverá direito creditório do agronegócio caso seja demonstrado que o produtor rural está sendo beneficiado diretamente em decorrência do negócio subjacente ao direito creditório. A esse respeito, o Colegiado da CVM, após a edição do referido normativo, aprovou no âmbito do Processo CVM SEI 19957.009605/2018-22, uma emissão de CRA com lastro em debêntures, cuja destinação dos recursos era o de adquirir máquinas que, por sua vez, seriam locadas para produtores rurais.

#### Definição de Direitos Creditórios para Fins de Lastro de CRA

A partir dos casos anteriores a CVM na Instrução CVM nº 600/18 identificou 4 (quatro) tipos de lastros, quais sejam:

---

(i) direitos creditórios que tenham como devedores ou credores originais pessoas físicas ou jurídicas caracterizadas como produtores rurais ou suas cooperativas, independente da destinação dos recursos a ser dada pelo devedor ou pelo cedente;

(ii) títulos de dívida emitidos pelos terceiros, vinculados a uma relação comercial existente entre o terceiro e produtores rurais ou suas cooperativas e desde que os recursos sejam destinados a produtores rurais<sup>166</sup>.

(iii) títulos de dívida emitidos por produtores rurais, ou suas cooperativas, desde que os recursos captados na emissão sejam destinados especificamente às atividades de produção, comercialização, beneficiamento e industrialização mencionadas anteriormente; e

(iv) direitos creditórios de negócios realizados entre distribuidores e terceiros, desde que estejam explicitamente vinculados, por meio de instrumentos contratuais ou de títulos de crédito, a vendas do distribuidor aos produtores rurais, cabendo à companhia securitizadora comprová-los. Em relação ao momento da comprovação dos produtores rurais a CVM entendeu que essa comprovação poderia ocorrer em momento posterior vide o Caso Belagricola (Processo CVM SEI 19957.000395/2019-98).

Mais importante é a previsão contida no parágrafo primeiro do mesmo artigo que definiu comercialização de produtos agropecuários como a atividade de compra, venda, exportação, intermediação, armazenagem e transporte de produtos in natura. Isso fez com que fossem abarcadas outros segmentos do agronegócio, tais como as empresas prestadoras de serviço ou de locação de transporte de produtos agrícolas.

Adicionalmente, a Instrução CVM nº 600/18 incorporou o conceito de produtor rural e de produto rural constante do artigo 165, incisos II, III, IV e V da IN RFB nº 971/09, dispondo que o produto agropecuário in natura é aquele em estado natural, de origem animal ou vegetal, que não sofre processo de beneficiamento ou industrialização, exceto se: (i) o beneficiamento se caracterizar como a primeira modificação ou preparo do produto, pelo próprio produtor rural,

---

<sup>166</sup> A destinação dos recursos deve ser comprovada por meio de contrato ou outro documento vigente entre o terceiro e o produtor rural, em montantes e prazos compatíveis com os da emissão do certificado, e verificada semestralmente pelo agente fiduciário.

sem lhe retirar a característica original tais como, por exemplo, os processos de lavagem, limpeza, descaroçamento, pilagem, descascamento, debulhação, secagem, socagem e lenhamento; ou (ii) a industrialização for considerada como rudimentar, ou seja, caracterizada pela transformação do produto pelo produtor rural, com a alteração das características originais, tais como a pasteurização, o resfriamento, a fermentação, a embalagem, o carvoejamento, o cozimento, a destilação, a moagem, a torrefação, a cristalização ou a fundição, dentre outros. Equipara-se ao produto agropecuário in natura os subprodutos ou resíduos que, mediante o beneficiamento ou industrialização rudimentar referidos acima, surgem sob nova forma, tais como a casca, o farelo, a palha, o pelo e o caroço, dentre outros.

O aumento da demanda por novas emissões de CRA nos últimos anos gera um desafio constante para os participantes do mercado e para a própria CVM, dado que acabam por resultar em novas ideias de lastros a serem utilizados nas emissões de CRA. Para a avaliação dos lastros de CRA, da mesma forma que ocorre para as emissões de CRI, deve-se avaliar qual foi a intenção do legislador quando da criação dos CRA. Diferente do que ocorre com o mercado de CRI os CRA não foram criados para beneficiar um determinado tipo de bem, como é o caso dos imóveis para o mercado de CRI. No entanto, foram criados para beneficiar os produtores rurais brasileiros, no âmbito dos negócios realizados entre esses produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária. A principal pergunta a ser feita é: onde está o produtor rural no âmbito do negócio jurídico ?

Em relação ao tipo de negócio a Lei nº 11.076/04 não estabeleceu qualquer restrição acerca de quais relações jurídicas poderiam ser utilizadas para originar os direitos creditórios do agronegócio, podendo o CRA, assim, ser vinculado aos mais variados negócios jurídicos, tais como contratos de compra e venda de produtos ou de insumos agrícolas, contratos de financiamento, títulos de crédito, contratos de construção, aquisição ou arrendamento de equipamentos utilizados na produção agropecuária, contratos de compra e venda ou de arrendamento de imóveis rurais e outros.<sup>167</sup>

---

<sup>167</sup> Por conta da pluralidade de negócios que podem ser objeto de uma emissão de CRA, os quais incluem também operações de compra e venda ou de arrendamento de imóveis rurais entende-se que há uma zona de interseção entre o mercado de securitização imobiliária e do agronegócio. Ou seja, todas as vezes em que exista uma operação envolvendo simultaneamente um imóvel rural poder-se-ia imaginar que esse negócio poderia ser utilizado como lastro de uma emissão de CRA ou de CRI.

Conforme exposto acima não se exige que um produtor rural venha a ser parte do negócio que seja vinculado ao CRA. No entanto, a comprovação, pelo menos, da transferência do benefício para um produtor rural por conta do direito creditório se faz necessária em razão dos objetivos fixados pelo legislador quando da edição da Lei nº 11.076/04. Nesse caso, haverá direito creditório do agronegócio caso seja demonstrado que o produtor rural está sendo beneficiado direta ou indiretamente em decorrência do negócio subjacente ao direito creditório.

#### IV.3-B. Aquisição dos Lastros dos CRA

Previamente à emissão dos CRA a companhia securitizadora deve ser titular de direitos creditórios do agronegócio aptos a serem vinculados ao referido título, sendo que a forma com que a securitizadora se torna titular dos direitos creditórios do agronegócio depende do negócio jurídico relacionado ao referido direito.

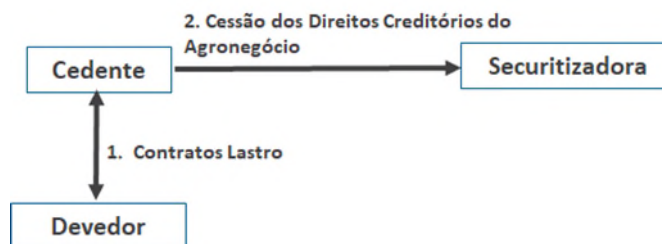
Assim, como feito para a aquisição dos lastros de CRI, denominar-se-á “aquisição” qualquer forma de negócio jurídico que faça com que a Securitizadora se torne titular de direitos creditórios, em linha com o referido voto do então Diretor da CVM Wladimir Castelo Branco Castro no Caso WT, aprovado por unanimidade pelo Colegiado da CVM, transcrito a seguir:

*“Tanto a definição vernacular quanto a jurídica dadas para o termo aquisição abrangem mais possibilidades do que a simples aquisição por transferência - aí incluída a cessão. A propósito, no direito civil, a aquisição apresenta duas modalidades, aquisição originária - realizada pelo primeiro dono da coisa, e aquisição derivada - realizada quando a coisa, tendo dono, é transferida deste para outro.”*

#### IV.3-B(I). Aquisição Derivada dos Direitos Creditórios do Agronegócio

A forma mais comum de aquisição dos direitos creditórios do agronegócio é por meio da celebração de negócio jurídico de cessão dos direitos creditórios do agronegócio, conforme ilustrado abaixo.

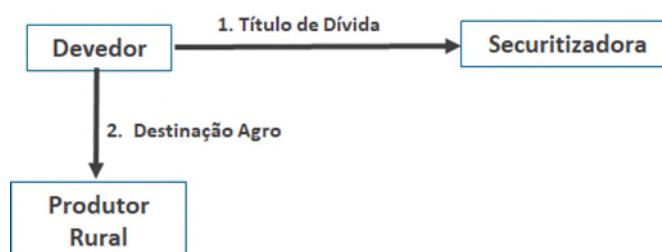




Nessa estrutura, o contrato cujos os direitos creditórios do agronegócio serão cedidos à Securitizadora (denominado “Contrato Lastro”) deve estar previamente pactuado pelas respectivas partes.<sup>168</sup> Denomina-se “Cedente” a parte do Contrato Lastro que é a credora dos créditos imobiliários e “Devedor” a parte do Contrato Lastro que é a devedora dos créditos imobiliários.

#### IV.3-B(II). Aquisição Originária ou Direta dos Direitos Creditórios do Agronegócio

Outra forma de aquisição dos direitos creditórios do agronegócio é aquela em que o próprio negócio jurídico já constitui o direito creditório do agronegócio em favor da companhia Securitizadora, como ocorre nas operações com lastros em títulos de dívida em que os direitos creditórios são enquadrados como “do agronegócio” por conta da sua destinação, conforme ilustrado a seguir.



Nessas operações, a Securitizadora torna-se titular do direito creditório imediatamente quando da emissão do título, inclusive, por meio da subscrição da emissão, quando aplicável. Quando isso ocorre a regulamentação da CVM impõe que os valores oriundos do título de dívida tenham destinação para um produtor rural, conforme será exposto a seguir.

<sup>168</sup> O Contrato Lastro, conforme exposto anteriormente deve cumular 2 (dois) elementos: (a) ter relação com a produção, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária; e (b) ter como parte um produtor rural (como cedente ou como devedor), admitindo-se que o produtor rural não seja parte caso a celebração do Contrato Lastro seja necessária para o cumprimento de uma obrigação por qualquer uma das partes com um produtor rural.

A aquisição originária ou direta dos créditos imobiliários passou a ser autorizada pela CVM a partir da Instrução CVM nº 600/18, nos termos do artigo 3º, parágrafo sexto do referido normativo.<sup>169</sup>

#### **IV.4. Emissão dos CRA**

##### **IV.4-A. A Vinculação dos Lastros**

Independente da forma de aquisição a Securitizadora quando da emissão dos CRA deve vincular os direitos creditórios do agronegócio ao respectivo título, por meio da celebração do termo de securitização, documento que formaliza, entre outros, a emissão do título e consequentemente, a vinculação dos direitos creditórios ao título.

É vedada a emissão de CRA sem o correspondente lastro, sendo considerado crime nos termos do artigo 7º, III, da Lei nº 7.492/86.<sup>170</sup>

A CVM ainda estabelece que quando da emissão e distribuição dos CRA todas as condições necessárias para o aperfeiçoamento da aquisição dos direitos creditórios do agronegócio devem estar implementadas. Assim, por exemplo, eventuais condições suspensivas existentes nos instrumentos de cessão dos direitos creditórios do agronegócio devem estar implementadas previamente à emissão e distribuição dos CRA.

Admite-se que os direitos creditórios do agronegócio sejam vinculados apenas previamente a cada integralização quando da emissão de cada série. Nesse sentido, quando os direitos creditórios não estiverem totalmente identificados ou formalizados, admite-se que seja previsto o aditamento do respectivo termo de securitização de forma a formalizar a prévia vinculação dos novos direitos creditórios do agronegócio, nos termos estabelecidos nos documentos da emissão dos CRA.

---

<sup>169</sup> Art. 3º O CRA deve ser vinculado a direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de: (...) § 6º Os direitos creditórios referidos no § 4º podem ser subscritos diretamente pela companhia securitizadora, sem a necessidade de cessão por terceiros.

<sup>170</sup> “Art. 7º Emitir, oferecer ou negociar, de qualquer modo, títulos ou valores mobiliários: (...) III - sem lastro ou garantia suficientes, nos termos da legislação.”

#### IV.4-B. Principais Características dos CRA

Os CRA tratam-se de títulos típicos, conforme previstos na Lei nº 11.076/04 e na MP nº 1.103/22<sup>171</sup>. Tais legislações, em conjunto com a regulamentação da CVM e da ANBIMA, disciplinam o conteúdo mínimo a ser previsto no âmbito dos documentos de cada emissão, bem como as principais características desse título, conforme será exposto a seguir.

As principais características devem estar previstas no “termo de securitização” como condição para criação do CRA escrituralmente no referido ambiente de registro e de liquidação financeira autorizado pelo BACEN.

O termo de securitização deve prever as seguintes informações: (i) nome da companhia securitizadora emitente; (ii) número de ordem da emissão, local e data de emissão; (iii) denominação do instrumento; (iv) valor nominal; (v) data de vencimento ordinário do valor nominal e de resgate dos CRA (antecipado ou não) e, se for o caso, discriminação dos valores e das datas de pagamento das amortizações; (vi) remuneração por taxa de juros fixa, flutuante ou variável, que poderá contar com prêmio, fixo ou variável, e admitir a capitalização no período estabelecido no termo de securitização; (vii) critérios para atualização monetária, se houver; (viii) cláusula de correção por variação cambial, se houver; (ix) eventual divisão dos CRA integrantes da mesma emissão em diferentes classes ou séries, inclusive a possibilidade de aditamentos posteriores para inclusão de novas classes e séries e requisitos de complementação de lastro, quando for o caso; (x) indicação da existência ou não de subordinação entre as classes integrantes da mesma emissão, entendida como a preferência de uma classe sobre outra para fins de amortização e resgate de CRA; (xi) se houver, a relação mínima entre a subordinação e o valor global dos CRA (índice de subordinação), a periodicidade para apuração e divulgação aos investidores dessa relação, assim como a fórmula adotada para o cálculo de tal índice, a qual deve ser consistente e passível de verificação; (xii) os procedimentos aplicáveis para a recomposição do índice de subordinação, quando cabível; (xiii) descrição dos direitos creditórios do agronegócio que compõem o lastro da emissão de CRA; (xiv) indicação da possibilidade de revolvência; (xv) indicação e descrição de outras garantias da operação de securitização, tais como mecanismos de sobrecolateralização ou de

---

<sup>171</sup> O tema acerca da aplicação da MP 1.103/22 aos CRI será tratado no Capítulo 5 do presente trabalho.

retenção de risco pelo cedente, se houver; (xv) possibilidade e condições para a substituição dos direitos creditórios do agronegócio que servem de lastro dos CRA; (xvi) declaração, pela companhia securitizadora, da instituição do regime fiduciário sobre o lastro, se for o caso, a qual deve especificar, ainda, os bens, direitos e garantias que compõem o lastro; (xvii) a nomeação de agente fiduciário, com a definição de seus deveres, responsabilidades e remuneração, bem como as hipóteses, condições e forma de sua destituição ou substituição e as demais condições de sua atuação, observado o disposto na norma específica da CVM a respeito do exercício dessa atividade; (xviii) encargos próprios ao patrimônio separado, no âmbito da operação de securitização; (xix) eventuais provisões ou reservas para o exercício da cobrança judicial ou extrajudicial dos direitos creditórios inadimplidos; (xx) política de utilização de derivativos, se houver; (xxi) forma de liquidação do patrimônio separado; (xxii) eventos de liquidação antecipada do título de securitização e, no caso de decisão da assembleia especial de investidores pela não liquidação, as eventuais situações que ensejam a liquidação dos títulos de securitização seniores dos investidores dissidentes que assim o solicitarem; (xxiii) indicação da possibilidade de dação em pagamento dos direitos creditórios do agronegócio aos titulares dos CRA, hipótese em que deverão ser estabelecidos os procedimentos a serem adotados; (xxiv) as regras e procedimentos aplicáveis às assembleias gerais de titulares de CRA; e (xxv) as hipóteses em que a companhia securitizadora poderá ser destituída ou substituída.

A seguir apresentar-se-á aspectos específicos em relação às emissões de CRA.

#### IV.4-B(I). Descrição dos Direitos Creditórios do Agronegócio

Uma das principais informações a serem incluídas no termo de securitização é a descrição dos direitos creditórios do agronegócio lastro dos CRA, incluindo:

- (i) a identificação do devedor dos direitos creditórios do agronegócio, exceto no caso de devedores pessoas naturais em operações nas quais o valor médio dos direitos creditórios seja reduzido;
- (ii) o valor nominal dos direitos creditórios do agronegócio;
- (iii) o vencimento dos direitos creditórios do agronegócio; e

(iv) o tipo de negócio jurídico do agronegócio celebrado, enquadrado em uma das 3 (três) opções a seguir: (a) direitos creditórios que tenham como devedores ou credores originais pessoas físicas ou jurídicas caracterizadas como produtores rurais ou suas cooperativas, independente da destinação dos recursos a ser dada pelo devedor ou pelo cedente; (b) títulos de dívida emitidos pelos terceiros, vinculados a uma relação comercial existente entre o terceiro e produtores rurais ou suas cooperativas; (c) títulos de dívida emitidos por produtores rurais, ou suas cooperativas; ou (d) direitos creditórios de negócios realizados entre distribuidores e terceiros, desde que estejam explicitamente vinculados, por meio de instrumentos contratuais ou de títulos de crédito, a vendas do distribuidor aos produtores rurais, cabendo à companhia securitizadora comprová-los anteriormente à emissão do CRA<sup>172</sup>.

No caso de direitos creditórios representativos de dívidas emitidas por terceiros e enquadrados como “do agronegócio” por conta da sua destinação deve-se incluir na documentação a identificação do vínculo a uma relação comercial existente entre o terceiro e o produtor rural, incluindo cumulativamente: (i) que seja incluída na documentação da oferta previsão expressa de que os recursos oriundos da emissão serão destinados exclusivamente a produtores rurais, ou suas cooperativas, encaminhando relação exaustiva dos referidos produtores rurais, ou suas cooperativas à CVM, ao Agente Fiduciário e à Securitizadora, comprovando a condição de produtor rural, ou de cooperativa de produtor rural, de todos aqueles que forem relacionados como tal na documentação da oferta; (ii) que sejam apresentados os contratos ou outros documentos vigentes entre os terceiros e produtores rurais ou suas cooperativas, em montantes e prazos compatíveis com os da emissão dos CRA; (iii) que seja justificada a condição de produto agropecuário, insumo agropecuário ou máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária de todos os produtos que estão envolvidos nos negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, negócios esses aos quais se destinarão os recursos oriundos da oferta; (iv) seja incluída na documentação da oferta a obrigação do Agente Fiduciário de verificar, ao longo do prazo dos CRA (no mínimo

---

<sup>172</sup> A partir do Caso Belagricola quando houver significativa pulverização de produtores rurais a ponto de se tornar desproporcional a verificação prévia da condição de produtor rural de cada um deles, tal verificação não precisará ser feita em sua totalidade, desde que: (i) a documentação da oferta preveja que a securitizadora será responsável pela efetiva vinculação de produtores rurais nos direitos creditórios lastro da operação; (ii) os produtos ou insumos envolvidos nas transações que originaram os direitos creditórios lastro da operação sejam de utilização integral na produção agrícola; e (iii) os cedentes envolvidos na operação declarem que todos os seus clientes vinculados aos direitos creditórios lastro da operação que não são distribuidores são produtores rurais. No entanto, isso não afasta a responsabilidade do emissor e do coordenador líder da oferta, nos termos do art. 56 da Instrução CVM 400/2003, pela “veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações prestadas”, o que incluiria a condição de produtor rural de todos que assim foram considerados na documentação da oferta não haverá necessidade de comprovação da condição de produtor rural, ficando essa responsabilidade para a Securitizadora.

semestralmente), o efetivo direcionamento de todo o montante obtido com a emissão aos negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, devendo o Agente Fiduciário se comprometer a envidar seus melhores esforços para obter a documentação necessária a fim de proceder com a verificação da destinação de recursos da oferta; (v) seja incluída na documentação da oferta informação sobre a data limite para que haja a efetiva destinação dos recursos obtidos por meio da emissão, que deverá ser no máximo a data de vencimento dos CRA, sendo certo que, havendo a possibilidade de resgate ou vencimento antecipado, deverá ainda ser inserida na documentação da Oferta informação de que as obrigações da devedora e eventualmente do Agente Fiduciário com relação à destinação de recursos perduram até o vencimento original dos CRA ou até que a destinação da totalidade dos recursos seja efetivada; (vi) seja incluída na documentação da oferta cronograma indicativo (montantes e datas) da destinação dos recursos obtidos por meio da emissão aos negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, sendo que esse cronograma indicativo deverá conter informação sobre a previsão de destinação geral dos recursos oriundos da oferta em linha com a periodicidade estabelecida para o acompanhamento pelo agente fiduciário; e (vii) seja demonstrada a capacidade de se destinar aos negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, no âmbito dos contratos ou outros documentos que formalizem tais negócios, todo o montante de recursos que será obtido com a emissão, dentro do prazo dos CRA, levando-se em conta, para tal, o montante de recursos até o momento despendido, bem como a destinação de recursos já programada em função de outros CRA já emitidos, no âmbito de tais contratos.

Adicionalmente, quando os direitos creditórios do agronegócio forem constituídos de títulos de dívida emitidos por produtores rurais ou suas cooperativas, deve ser incluído na documentação: (i) comprovação da condição de produtor rural, ou de cooperativa de produtor rural, de todos aqueles que estiverem emitindo a dívida que comporá o lastro dos CRA; (ii) seja incluída na documentação da oferta descrição das atividades dos produtores rurais, ou suas cooperativas, às quais se destinam os recursos oriundos da emissão dos CRA, que deverão se enquadrar dentre as atividades de produção, comercialização, beneficiamento e industrialização; e (iii) seja justificada a condição de produto agropecuário, insumo agropecuário ou máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária de todos os

produtos que estão envolvidos nas atividades às quais se destinarão os recursos oriundos da oferta.<sup>173</sup>

#### IV.4-B(II). Concentração

Os direitos creditórios do agronegócio que lastreiam a emissão de CRA devem possuir um limite de concentração de 20% (vinte por cento) por devedor ou coobrigado, sendo que esse limite pode ser excedido quando o devedor ou coobrigado<sup>174</sup>: (i) tenha registro de companhia aberta; (ii) seja instituição financeira ou equiparada; ou (iii) seja entidade que tenha suas demonstrações financeiras relativas ao exercício social imediatamente anterior à data de emissão do CRI elaboradas em conformidade com o disposto na Lei nº 6.404, de 1976, e auditadas por auditor independente registrado na CVM.

#### IV.4-B(III) Revolvência

A partir do Caso CCAB Agro passou a ser possível a revolvência dos direitos creditórios vinculados a uma emissão de CRA, nas situações em que o ciclo de plantação, desenvolvimento, colheita e comercialização dos produtos e insumos agropecuários vinculados ao CRA não permita que, na sua emissão, sejam vinculados direitos creditórios com prazos compatíveis ao vencimento do certificado.

Para a CVM o montante total dos direitos creditórios vinculados ao CRA deve ser compatível com o pagamento da remuneração e amortização previstas para a emissão. Ou seja, os valores dos direitos creditórios do agronegócio devem ser suficientes para amortização integral dos CRA ou utilizados para fins da revolvência, nos termos do critério estabelecido nos documentos dos CRA.

---

<sup>173</sup> Quando o título de dívida for emitido por produtor rural a CVM não obriga, porém, recomenda que exista cláusula de destinação de recursos de forma semelhante da que ocorre com os títulos de dívida emitidos por produtores não rurais.

<sup>174</sup> Quando de uma oferta nos termos da Instrução CVM nº 400/03 a CVM no âmbito do Processo CVM nº 19957.005037/2018-91, esclareceu que, caso o limite de 20% a que se refere os citados dispositivos normativos for ultrapassado tanto pelo devedor, quanto pelo coobrigado, as demonstrações financeiras de ambos deverão ser anexadas ao Prospecto, uma vez que tais dispositivos visam garantir ao investidor avaliar todo o risco inerente à operação.

Ainda, a revolvência não poderá: (a) reduzir a remuneração dos CRA; (b) reduzir o montante total dos direitos creditórios vinculados à emissão; e (c) postergar o cronograma da operação.

Em caso de revolvência, a companhia securitizadora deve aditar o instrumento de emissão, de forma a vincular os novos direitos creditórios adquiridos à emissão, em até 45 (quarenta e cinco) dias da data da aquisição dos recebíveis.

A parcela de recursos decorrentes da revolvência que não for utilizada, dentro do prazo estabelecido no termo de securitização, na aquisição de novos direitos creditórios, deve ser utilizada na amortização ou no resgate dos títulos de securitização.

#### IV.4-B(IV) Forma de Remuneração

A remuneração dos CRA geralmente pode ser: (a) pré-fixada; (b) atrelada à variação do CDI, acrescido de determinado spread; (c) atrelada à variação de determinado índice de inflação, acrescido de determinado spread; e (d) atrelada à variação cambial, acrescido de determinado spread.

De forma distinta do que ocorre com os CRI não existe um regramento específico dispendo em relação à remuneração dos CRA, sendo que a Decisão Conjunta nº 13 não menciona as condições de remuneração das debêntures de distribuição pública dos CRA.

#### IV.4-B(V) Denominação e Classificação ANBIMA

Uma das inovações recentes para as emissões de CRA é a necessidade de atribuição de denominação à emissão, bem como a atribuição de uma das classificações feitas pela Anbima, por meio do documento denominado “Regras e Procedimentos Anbima Para Classificação de CRI nº 05, de 06 de maio de 2021”.

A denominação da emissão do CRA deve conter o número da emissão, seguido do nome da emissora, e: (i) da identificação do devedor, no caso de o CRA estar vinculado a um único



devedor ou devedores sob controle comum; (ii) caso não se observe o inciso (i), da identificação do cedente, quando, cumulativamente: (a) o instrumento de emissão estiver vinculado a créditos imobiliários de titularidade de um único cedente ou cedentes sob controle comum; e (b) houver retenção de risco da emissão pelo cedente; ou (iii) da expressão do termo “diversificado”, nas demais hipóteses.

A atribuição da classificação é feita em 4 (quatro) etapas, concentração do direito creditório, existência ou não de revolvência, atividade do devedor e seu segmento de atuação, conforme exposto a seguir.

Inicialmente classificar-se-á em relação à concentração dos créditos direitos creditórios, conforme tabela abaixo.

Concentração	
Pulverizado	CRA que tenham, no máximo, 20% (vinte por cento) de seu lastro devido por 1 (um) único devedor
Concentrado:	CRA que tenham mais de 20% (vinte por cento) de seu lastro devido por 1 (um) único devedor.

Posteriormente, deve-se indicar se a operação está ou não sujeita a revolvência. Ou seja, se será admitida a aquisição de novos direitos creditórios do agronegócio ao longo da operação.

Em relação à atividade deve-se classificar conforme tabela abaixo:

<b>Classificação da Atividade</b>	<b>Descrição</b>
Cooperativas	associações autônomas, compostas de maneira voluntária por produtores rurais e pequenos agricultores;
Produtor rural	pessoa natural ou jurídica, cooperativa agropecuária e associação de produtores rurais que tenham por objeto a produção, a comercialização e a industrialização dos produtos rurais;
Terceiro fornecedor	aquele que fornece serviços/insumos/produtos necessários à produção rural ao produto

Terceiro comprador	terceiro que adquire o produto rural
--------------------	--------------------------------------

Por fim, em relação ao segmento deve-se classificar em relação ao setor preponderante de atuação do devedor, conforme tabela abaixo:

<b>Categoria do Segmento</b>	<b>Descrição</b>
Grãos	produção de grãos, tais como, mas não se limitando, a: soja, trigo, milho, arroz;
Usina	segmento produtor de etanol e açúcar;
Logística	transporte e armazenamento de mercadoria
Híbridos	segmentos que tenha mais de um dos elementos citados acima
Outros	outros segmentos que não tenham sido listados nos itens anteriores

O objetivo da atribuição da denominação e da classificação é o de que os investidores apenas lendo essas duas informações seja capaz de ter uma ideia inicial acerca do tipo de CRA emitido.

### **V.5. Oferta dos CRA**

Os CRA por serem títulos seriados, assim como ocorre com os demais títulos de crédito de securitização, podem ser objeto de oferta pública, ocasião em que tornam-se valores mobiliários sujeitos a regulamentação da CVM e, quando aplicável, da ANBIMA.

Os CRA podem ser objeto de oferta: (a) pública com esforços restritos nos termos da Instrução CVM nº 476/09; (b) pública com esforços irrestritos nos termos da Instrução CVM nº 400/03; (c) pública via lote único e indivisível nos termos da Instrução CVM nº 400/03; e (d) privada.

Os CRA apresentam regras distintas a depender do público alvo que pode vir a adquirir esses títulos. Os CRA ofertados no âmbito da Instrução CVM 400/03 somente podem ser

destinados para investidores não qualificados se atenderem cumulativamente os seguintes requisitos:

- (i) contem com retenção substancial de riscos e benefícios do cedente ou de terceiros, conforme definição disposta nas normas contábeis emitidas pela CVM para as companhias abertas, salvo se o CRA estiver vinculado à dívida de responsabilidade de um único devedor ou devedores sob controle comum;
- (ii) ser constituídos por créditos considerados como performados no momento da cessão ou subscrição pela companhia securitizadora;
- (iii) possuir devedores ou coobrigados com exposição máxima de 20% (vinte por cento) do valor da emissão, salvo se o devedor ou coobrigado for: (a) companhia aberta; ou (b) instituição financeira ou equiparada<sup>175</sup>; e
- (iii) ser constituídos por direitos creditórios cedidos por um único cedente ou cedentes sob controle comum.

Ainda, os CRA devem ser direcionados para investidores profissionais caso apresentem:

- (1) concentração superior a 20% (vinte por cento) por devedor ou coobrigado, e desde que tais devedores ou coobrigados não sejam: (i) companhias abertas; (ii) instituições financeiras ou equiparadas; ou (iii) entidades que tenham suas demonstrações financeiras relativas ao exercício social imediatamente anterior à data de emissão do CRA elaboradas em conformidade com o disposto na Lei nº 6.404, de 1976, e auditadas por auditor independente registrado na CVM;
- (2) apresentem liquidação não financeira; e
- (3) não contem com regime fiduciário.

---

<sup>175</sup> Nos casos em que houver o cumprimento da obrigação de retenção de risco por meio de coobrigação do cedente, nos termos do inciso I, não se aplica o limite de exposição por coobrigado de 20% (vinte por cento) do valor da emissão.

Em relação ao procedimento de registro da oferta pública nos termos da Instrução CVM 400 admite-se apenas o procedimento ordinário da Instrução CVM 400, conforme previsto nos artigos 8º ao 10º da Instrução CVM 400/03.



## V – OS CRI, OS CRA E A SECURITIZAÇÃO

### V.1. Os CRA e os CRI no Contexto da Unificação das Normas dos Títulos de Securitização no âmbito da Lei nº 14.430/22

#### V.1-A. A Aplicação da Lei nº 14.430/22 às Emissões de CRA e de CRI

A parte da Lei nº 14.430/22 aplicável às emissões de CR e às companhias securitizadoras foi claramente inspirada na Lei nº 9.514/97 e na Lei nº 11.076/04, bem como na experiência do mercado observado nas emissões de CRI e de CRA, conforme pode-se concluir a partir da leitura de trechos da exposição de motivos da MP 1.103/22 elaborada pelo então Ministro da Economia Paulo Guedes:

*“15. A proposta de Medida Provisória também versa sobre a criação do Marco Legal das Securitizadoras, estabelecendo as regras gerais aplicáveis à securitização de direitos creditórios e à emissão de certificados de recebíveis. Define essas companhias securitizadoras como instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações, que tem por finalidade a aquisição de direitos creditórios e a emissão de Certificados de Recebíveis (CR) e títulos correlatos. Trata-se de importante avanço normativo para garantir maior segurança jurídica e melhor desenvolvimento do sistema de contratos de securitização, pois atualmente os elementos constitutivos deste mercado estão regidos de modo esparso em Leis específicas. 16. Esse marco irá disciplinar diversos aspectos relacionados às securitizadoras e ao mercado de certificados de recebíveis (CR), sobretudo: (i) definição de companhias securitizadoras e operações de securitização; (ii) competências da CVM para expedir regras sobre CR e outros valores mobiliários correlatos; (iii) caráter escritural e de livre negociação dos créditos de recebíveis; (iv) normas de direito cambial aplicadas aos CR; (v) possibilidade de emissões de séries e revolvência; (vi) captação de recursos no exterior; (vii) regime fiduciário e patrimonial; (viii) situações de falência ou*

*insolvência, bem como disciplina de forma unificada aspectos relativos aos certificados de recebíveis do agronegócio (CRA) e imobiliários (CRI).*

No entanto, a MP 1.103/22, editada sob a justificativa de urgência (bem como a Lei nº 14.430/22), não teve o cuidado necessário no que se refere às emissões de CRI e de CRA. Inicialmente, a Lei nº 14.430/22 revogou parcialmente a Lei nº 9.514/97 e a Lei nº 11.076/04, em especial em relação: (i) aos requisitos que devem constar dos termos de securitização de cada um dos referidos títulos; e (ii) à constituição do patrimônio separado.

Curiosamente a Lei nº 14.430/22 não revogou integralmente as previsões relacionadas aos CRI e aos CRA constantes na Lei nº 9.514/97 e na Lei nº 11.076/04, respectivamente. Por exemplo, a definição de CRI e de CRA continuam previstas no artigo 6º da Lei nº 9.514/97 e no artigo 36 da Lei 11.076/04, respectivamente, conforme transcrito a seguir:

*“Art. 6º O Certificado de Recebíveis Imobiliários - CRI é título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e constitui promessa de pagamento em dinheiro.”*

*“Art. 36. O Certificado de Recebíveis do Agronegócio – CRA é título de crédito nominativo, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro e constitui título executivo extrajudicial.”*

Adicionalmente, o artigo 20 da Lei nº 14.430/22 dispõe de forma genérica em relação a todos os CR, sem fazer qualquer menção aos CRA e aos CRI, conforme exposto a seguir:

*“Art. 20. Os Certificados de Recebíveis são títulos de crédito nominativos, emitidos de forma escritural, de emissão exclusiva de companhia securitizadora, de livre negociação, constituem promessa de pagamento em dinheiro, preservada a possibilidade de dação em pagamento, e são títulos executivos extrajudiciais.”*

Na verdade, não há qualquer menção expressa aos CRA e aos CRI na Lei nº 14.430/22, nem no que se refere à aplicação das disposições dessa lei aos referidos títulos, existindo,

apenas, no parágrafo sétimo do artigo 22, a previsão de aplicação para todo e qualquer título de securitização as disposições da Lei nº 14.430/22 referente ao termo de securitização, conforme texto legal transcrito a seguir:

*“§ 7º Os instrumentos de emissão de outros títulos de dívida representativos de operação de securitização emitidos por companhias securitizadoras deverão observar os dispositivos desta Lei aplicáveis ao termo de securitização.”*

Essa omissão na Lei nº 14.430/22 gera os seguintes questionamentos:

- (a) estariam os CRA e os CRI dentro do conceito de CR para fins da aplicação da Lei nº 14.430/22? Ainda, se os CRA ou os CRI não se enquadram no conceito de CR aplicar-se-ia o disposto na Lei nº 14.430/22 por força do parágrafo sétimo do artigo 22 citado acima?
- (b) haveria a possibilidade de um CR com lastro imobiliário e que não se classificasse como CRI? Ainda, agora com a Lei nº 14.430/22 pode-se estruturar uma emissão de CRI com lastro em direitos creditórios imobiliários, algo que a CVM proibiu expressamente no âmbito do Caso Rio Bravo?
- (c) haveria a possibilidade de um CR com lastro do agronegócio que não se classificasse como CRA?

A seguir tentar-se-á responder aos questionamentos acima.

A não consolidação de todas as disposições relacionadas aos CRA e aos CRI dentro do mesmo normativo, e ainda sem fazer menção expressa acerca da natureza desses títulos aos CR gerarão situações incomuns e que tendem a gerar incertezas e riscos de questionamentos por parte de investidores.



A primeira delas é que aplicação das regras da Lei nº 14.430/22 aos CRA e aos CRI, somente justificar-se-á pela analogia, conforme autorizado pelo artigo 4º da LINDB<sup>176</sup>, bem como pelo fato de a própria exposição de motivos da Lei nº 14.430/22 citada anteriormente que um dos objetivos da legislação seria o de unificar as regras aplicáveis às emissões de CRI e de CRA, autorizando, dessa forma, a aplicação do artigo 5º da referida LINDB<sup>177</sup>. Isso pois a lei não o fez expressamente. E ainda, pelo fato de o disposto previsto no parágrafo sétimo do artigo 22 da Lei nº 14.430/22 limitar-se apenas a aplicação das regras referentes ao termo de securitização e que seriam aplicáveis a todo instrumento de securitização.<sup>178</sup>

Em relação à possibilidade de constituição de patrimônio separado para as emissões de CRI e de CRA, a Lei nº 14.430/22 permitiu a instituição do referido regime fiduciário exclusivamente para as emissões de CR e de outros títulos e valores mobiliários representativos de operações de securitização, por força do artigo 25 da Lei nº 14.430/22 transcrito a seguir:

*“Art. 25. A companhia securitizadora poderá instituir regime fiduciário sobre os direitos creditórios e sobre os bens e direitos que sejam objeto de garantia pactuada em favor do pagamento dos Certificados de Recebíveis ou de outros títulos e valores mobiliários representativos de operações de securitização e, se houver, do cumprimento de obrigações assumidas pelo cedente dos direitos creditórios.” (grifos do autor)*

Assim, tendo em vista a falta de previsão expressa da aplicação dos dispositivos da Lei nº 14.430/22 às emissões de CRI e de CRA, admitir-se-á que seja instituído o referido regime fiduciário desde que tais títulos se enquadrem no conceito de uma operação de securitização, razão pela qual torna-se de grande importância o tema referente ao enquadramento dessas emissões como operações de securitização.

Ainda, a não alteração do conceito de CRI faz com que esse título seja o único a ser vinculado a “créditos” e não a “direitos creditórios”, o que faz com que os CRI tenha um horizonte de aplicação mais limitado do que os demais títulos de securitização, permanecendo,

---

<sup>176</sup> “Art. 4º Quando a lei for omissa, o juiz decidirá o caso de acordo com a analogia, os costumes e os princípios gerais de direito.”

<sup>177</sup> “Art. 5º Na aplicação da lei, o juiz atenderá aos fins sociais a que ela se dirige e às exigências do bem comum.”

<sup>178</sup> Considerando que o presente trabalho questiona-se o enquadramento de determinadas emissões de CRI ou de CRA como operações de securitização esse temas será melhor explorado na Seção V.3 a seguir.

assim, as mesmas limitações expostas pelo Colegiado da CVM quando do julgamento do Caso Rio Bravo.

Nesse sentido sugere-se que no âmbito das discussões legislativas acerca do assunto seja alterado o artigo 6º da Lei nº 9.514/97 para alterar o tipo de lastro possível a ser incluído aos CRI, bem como incluído um parágrafo único ao artigo 6º da Lei nº 9.514/97 e ao artigo 36 da Lei 11.076/04, conforme sugerido a seguir:

*“Art. 6º O Certificado de Recebíveis Imobiliários - CRI é título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em **direitos creditórios exécutivos** imobiliários e constitui promessa de pagamento em dinheiro.*

Redação Sugerida: **“Parágrafo Único: Aplicam-se aos CRI todas as regras aplicáveis aos Certificados de Recebíveis - CR, nos termos da legislação aplicável, em especial àquelas previstas na Lei nº 14.430/22, exceto em relação às disposições expressas constantes de legislações específicas”** (Negrito feito pelo autor em relação à nova redação sugerida)

*“Art. 36. O Certificado de Recebíveis do Agronegócio – CRA é título de crédito nominativo, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro e constitui título executivo extrajudicial.”*

Redação Sugerida: **“Parágrafo Único: Aplicam-se aos CRA todas as regras aplicáveis aos Certificados de Recebíveis - CR, nos termos da legislação aplicável, em especial àquelas previstas na Lei nº 14.430/22, exceto em relação às disposições expressas constantes de legislações específicas”** (Negrito feito pelo autor em relação à nova redação sugerida)

Com as alterações legislativas sugeridas acima resolver-se-ia a questão referente à aplicação das normas da Lei nº 14.430/22 às emissões de CRI e de CRA.

A segunda situação incomum gerada a partir da edição da Lei nº 14.430/22 decorre da aparente existência de 2 (dois) títulos de crédito de securitização que podem ser utilizados para o mesmo setor, tendo em vista que o CR pode ter como lastro direitos creditórios de qualquer setor da economia. Ou seja, para operações de securitização do mercado imobiliário poder-se-ia escolher emitir o CRI ou um CR específico. Analogamente o mesmo raciocínio aplica-se para as emissões de CRA e de CR com lastro em operações de direitos creditórios do agronegócio. Nesse sentido, qual título deveria ser emitido? Esse questionamento ganha ainda mais importância considerando: (a) que os CRA e os CRI têm tributação diferenciada da aplicável para as emissões de CR; e (b) que as regras aplicáveis para esses títulos podem não ser as mesmas e, ainda, pelo fato de que a CVM em casos anteriores não autorizou determinados lastros para as emissões de CRI e de CRA.

Elucidando o problema cabe ressaltar que existem uma diferença de tributação entre os CRI/CRA e os CR. Assim, a existência de 2 (dois) títulos de crédito com lastro do mesmo setor pode até mesmo causar dúvida para os operadores de direito e para a Receita Federal acerca de qual tributação deve ser aplicável ao caso concreto.

A esse respeito indaga-se se de fato o objetivo da Lei nº 14.430/22 seria o de prever um título de securitização capaz de absorver operações não aprovadas pela CVM como CRI ou como CRA, mas oriundas dos setores imobiliários e do agronegócio, respectivamente.

Por exemplo, no Caso Rio Bravo e no Caso Syngenta a CVM entendeu que os lastros sugeridos não poderiam ser vinculados a emissões de CRI e de CRA, respectivamente. Apenas para lembrar as discussões no Caso Rio Bravo a CVM entendeu que, como a lei impõe que o CRI deverá ter como lastro “créditos imobiliários” não seria cabível a vinculação de lastros enquadrados como “direitos creditórios”. Já no Caso Syngenta a CVM, apesar de entender que alguns direitos creditórios integram a cadeia do agronegócio tais direitos não são autorizados a serem vinculados a emissões de CRA, por não estarem relacionados ainda que indiretamente a uma relação previamente comercial com produtores rurais. Nesse caso seria possível, então, que lastros não aceitos pela CVM para os CRA e para os CRI possam ser vinculados às emissões de CR?

Pois caso existam 2 (dois) títulos para o mesmo setor a questão a ser enfrentada seria, por exemplo, como diferenciar um CRA de um CR com lastro em direitos creditórios do agronegócio mas que não se enquadrem na definição da Lei nº 11.076/04? Pois a própria Lei nº 14.430/22 estipula que a denominação do CR deverá vir acompanhada da natureza do seu lastro, conforme artigo 22, III, transcrito a seguir.

*“Art. 22. Os Certificados de Recebíveis integrantes de cada emissão da companhia securitizadora serão formalizados por meio de termo de securitização, do qual constarão as seguintes informações:*

*(...)*

*III - denominação “Certificado de Recebíveis” acrescida da natureza dos direitos creditórios;”*

Ou seja, imagina-se um CR a ser emitido com lastro em direitos creditórios oriundos do agronegócio, mas que não tenham sido aprovados pela CVM, como por exemplo àqueles do Caso Syngenta. Deveria esse CR ter a denominação “agronegócio” também? Caso positivo, como diferenciar esse CR do CRA para fins, inclusive, da aferição do benefício fiscal previsto para as emissões do último? Ainda mais pois a Lei nº 14.430/22 não estipulou qualquer regra em relação ao critério para atribuição da denominação dos CR e demais títulos de securitização.

Considerando ser possível a realização de qualquer operação de securitização a partir da edição da Lei nº 14.430/22 entende-se que seria permitida a emissão de CR com lastro em direitos creditórios do agronegócio e do setor imobiliário, ainda que sejam operações não enquadráveis como CRA e CRI, respectivamente. Nesse sentido, sugere-se que a Lei nº 14.430/22, a regulamentação da CVM ou a regulamentação da própria Receita Federal estipulem a obrigatoriedade de denominações distintas para esses títulos, conforme exposto a seguir:

<b>Título</b>	<b>Denominação</b>
<b>CRI</b>	<i>“Certificados de Recebíveis Imobiliários – Lei nº 9.514/97”</i>

<b>CRA</b>	<i>“Certificados de Recebíveis do Agronegócio – Lei nº 11.076/04”</i>
<b>CR com Lastro Imobiliário, não enquadrável como CRI</b>	<i>“Certificados de Recebíveis do Setor Imobiliário”</i>
<b>CR com Lastro do Agronegócio, não enquadrável como CRA</b>	<i>“Certificados de Recebíveis do Setor do Agronegócio”</i>

A sugestão de diferentes denominações nos termos da tabela acima visa auxiliar reguladores, investidores e operadores do direito a identificar quais títulos estão sendo emitidos, inclusive para fins de aplicação das normas tributárias existentes para os CRI e os CRA.

#### V.1-C. Unificação da Regulamentação da CVM para os Títulos de Securitização

As diferenças entre o regramento das emissões de CRI e de CRA sempre foram um desafio para os participantes do mercado. Adicionalmente, até março de 2022, a legislação brasileira previa apenas a emissão de CRI e de CRA como títulos de crédito de operações de securitização. Antes da edição da Lei nº 14.430/22, para as operações que não se enquadrassem no conceito de securitização imobiliária ou do agronegócio cabia: (a) a criação de emissões de títulos com estruturas que sintetizassem operações de securitização, tais como emissões de debêntures por sociedade de propósito específico em que o título poderia ser quitado com a dação em pagamento dos direitos creditórios vinculados; ou (b) a constituição de um FIDC.

Conforme exposto acima nos Capítulos 3 e 4 acima:

(a) os CRI são títulos de crédito lastreados em créditos imobiliários, conforme previsto no artigo 6º da Lei nº 9.514/97 e regulamentados nos termos do Anexo I da Resolução CVM nº 60; e

(b) os CRA são títulos de crédito lastreados em direitos creditórios do agronegócio, conforme previsto no artigo 23, III, parágrafo 1º da Lei nº 11.076/04 e regulamentados nos termos do Anexo II da Resolução CVM nº 60.

Desde a sua criação até essa data existem diferenças entre esses títulos, como por exemplo, em relação ao conceito de lastro, possibilidade ou não de revolvência, forma de

remuneração de cada título, público alvo das ofertas públicas e procedimento de registro das ofertas na CVM.

Com a edição da Lei nº 14.430/22 espera-se que a CVM uniformize a regulamentação aplicável para as emissões de CRI e de CRA, bem como flexibilize determinados pontos existentes na Resolução CVM 60.

A questão relacionada ao enquadramento dos lastros nunca foi de simples entendimento pelos operadores desse mercado em virtude da falta de um conceito na Lei nº 9.514/97 para as emissões de CRI ou ainda pela necessidade da interpretação do conceito previsto na Lei nº 11.076/04 para as emissões de CRA. Por esse motivo, para cada uma das emissões existem diferenças no enquadramento dos lastros pela origem e pela destinação, mencionado a seguir.

No caso dos lastros pela origem o enquadramento de cada uma das emissões se fundamenta na própria relação jurídica originadora do crédito imobiliário ou do direito creditório do agronegócio, conforme seja o caso, independente da destinação final dos recursos dessas operações. No entanto a diferença estava em relação ao tipo de negócio jurídico. No caso das emissões de CRI o lastro pela origem decorre de negócios imobiliários específicos, que, por falta de definição específica na Lei nº 9.514/97, dependem de reconhecimento específico pela CVM, tais como ocorreu no Caso HomeEquity e no Caso WT. Já nas emissões de CRA o lastro pela origem decorre da combinação entre: (a) o tipo de negócio jurídico que necessariamente por força do disposto na Lei nº 11.076/04 deve ser negócio, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionado com a produção, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária; e (b) a respectiva contraparte, que necessariamente deve ser um produto rural. E no CRA, mesmo existindo previsão legal, a CVM foi chamada a interpretar o conceito acima, conforme ocorreu no Caso Burger King e no Caso Syngenta.

No caso dos lastros pela destinação a distinção decorre do “beneficiário” dos recursos oriundos das emissões dos títulos que lastreiam as emissões dos CRI e dos CRA. Para as emissões de CRI os recursos devem ser destinados para a aquisição, construção ou reforma de imóveis, ou ainda para desenvolvimento de novos empreendimentos imobiliários. Para as emissões de CRA os recursos devem ser destinados para produtores rurais no âmbito de um negócio, inclusive financiamento ou empréstimo, relacionado com a produção, a

comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária.

Apesar de não ser possível essa unificação em relação aos lastros sugere-se pelo menos que, a partir da Lei nº 14.430/22, as seguintes matérias sejam objeto de unificação e aprimoramento por parte da CVM:

- (a) a ampliação das possibilidades de substituição dos lastros, além daquelas previstas na Resolução CVM 60;
- (b) a possibilidade de revolvência do lastro para os CRA e para os CRI, permitindo que os valores de direitos creditórios futuros (oriundos de negócios jurídicos ainda não formalizados) sejam utilizados para compor o lastro das emissões de CRA e de CRI;
- (c) a unificação das regras aplicáveis para a concentração das operações;
- (d) a unificação das regras relacionadas ao público alvo que poderá investir nesses títulos;
- (e) a unificação das regras relacionadas à remuneração dos títulos;
- (f) a unificação das regras para emissão dos títulos no exterior; e
- (g) a unificação dos procedimentos de registro das oferta na CVM, nos termos da Instrução CVM nº 400/03.

#### V.1-C(II). A Ampliação das Possibilidades de Substituição dos Lastros

A Lei nº 14.430/22 prevê que o instrumento de emissão do título de securitização deve prever acerca da possibilidade de substituição dos direitos creditórios vinculados aos títulos de

securitização, nos termos do artigo 22, inciso (XIII)<sup>179</sup>, cabendo a CVM regulamentar como se dará essa substituição, nos termos do inciso II, do parágrafo segundo do próprio artigo 22<sup>180</sup>.

Antes mesmo da edição da Lei nº 14.430/22 a CVM já regulamentava a possibilidade de substituição dos lastros de CRA e de CRI, nos termos do parágrafo terceiro do artigo 18 da Resolução CVM 60, transcrita a seguir:

*“§ 3º A companhia securitizadora somente pode substituir direitos creditórios integrantes do patrimônio separado nos casos abaixo relacionados, e desde que sejam atendidos os critérios de elegibilidade e demais termos e condições estabelecidos no instrumento de emissão, assim como que não seja alterada, para menor, a remuneração dos investidores ou o montante total dos direitos creditórios vinculados à emissão, nem tampouco postergado o cronograma da operação:*

*I – vícios na cessão que possam vir a afetar a cobrança dos direitos creditórios, incluindo, por exemplo, falhas na formalização de direitos creditórios;*

*II – manutenção do nível da retenção de risco assumida pelo cedente ou terceiros na respectiva emissão; ou*

*III – manutenção do teto de concentração de cedente ou de devedor.”*

Ou seja, a CVM limitou as possibilidades de substituições a 3 (três) casos específicos, vícios na cessão, manutenção de nível de retenção de risco e/ou manutenção do teto de concentração e desde que não sejam alterados, taxas, prazos de pagamento e cronograma da operação.

---

<sup>179</sup> “Art. 22. Os Certificados de Recebíveis integrantes de cada emissão da companhia securitizadora serão formalizados por meio de termo de securitização, do qual constarão as seguintes informações: (...) XIII - indicação, se for o caso, da possibilidade de substituição ou de aquisição futura dos direitos creditórios vinculados aos Certificados de Recebíveis com a utilização dos recursos provenientes do pagamento dos direitos creditórios originais vinculados à emissão, com detalhamento do procedimento para a sua formalização, dos critérios de elegibilidade e do prazo para a aquisição dos novos direitos creditórios, sob pena de amortização antecipada obrigatória dos Certificados de Recebíveis, observado o disposto no inciso II do § 2º deste artigo;”

<sup>180</sup> (...) § 2º Na hipótese prevista no § 1º do art. 20 desta Lei: (...) II - a substituição e a aquisição de novos direitos creditórios com a utilização dos recursos provenientes do pagamento dos direitos creditórios originais vinculados à emissão de que trata o inciso XIII do caput deste artigo poderão ocorrer nos termos e nas condições estabelecidos na regulamentação editada pela CVM;”



A imposição de regras que limite a autonomia privada dos participantes na estruturação de operações nunca é desejável.

Dois exemplos podem ser citados em relação à possibilidade de substituição e que não estariam contidos dentro dos atuais parâmetros estabelecidos pela Lei nº 14.430/22 e na Resolução CVM 60, conforme disposto a seguir.

O primeiro exemplo relaciona-se com o Caso Rio Bravo. Naquele caso sugeriu-se que a cessão inicial dos direitos creditórios contemplasse os créditos imobiliários existentes e os direitos creditórios futuros, cabendo ao cedente inicial dos créditos/direitos, apenas, a obrigação de formalizar a substituição dos direitos creditórios futuros por créditos imobiliários presentes (quando da sua formalização). No entanto, cabe ressaltar que a Lei nº 14.430/22 não revogou a definição básica dos lastros de CRI e de CRA prevista na Lei nº 9.514/97 e na Lei nº 11.076/04 respectivamente, sendo os CRI lastreados em “créditos imobiliários” e os CRA lastreados em “direitos creditórios”, permanecendo, assim, o entendimento do Colegiado da CVM, no âmbito do Processo CVM RJ2004/6913, que entendeu que “direitos creditórios” e “créditos” seriam conceito distintos, sendo os “direitos creditórios” um conceito mais amplo, abrangendo os créditos já constituídos ou créditos futuros, não performados ou performados (conforme a obrigação do devedor esteja ou não esteja vinculada a uma contraprestação pelo originador, no momento da cessão do crédito). Assim, além da flexibilização das regras de substituição deve-se formalizar a alteração de qual tipo de lastro o CRI poderá ter, de forma a permitir que seja lastreado em “direitos creditórios”.

Outro exemplo relaciona-se com operações em que um determinado devedor pretende alterar a sua exposição de risco inicialmente contratada. Imagine uma sociedade que explore o mercado imobiliário e que emita um título de dívida vinculado a uma emissão de CRI para desenvolver a construção de um empreendimento imobiliário a ser lançado. Ao fazer isso o incorporador tem a possibilidade de iniciar as obras e iniciar a comercialização das futuras unidades desse empreendimento. Nesse tipo de projeto o nível de risco está diretamente atrelado à conclusão da construção do empreendimento, tendo em vista que enquanto a construção do empreendimento ainda não estiver concluída há maiores riscos e incertezas até mesmo para os adquirentes das unidades imobiliários, cabendo uma maior responsabilidade por parte do incorporador. No entanto, quando da entrega do empreendimento essas incertezas não seriam mais aplicáveis. Nesse caso, faria sentido que o incorporador pudesse entregar os recebíveis

oriundos da comercialização do empreendimento em pagamento da dívida assumida, promovendo uma substituição dos lastros dos CRI.

Esse é apenas alguns exemplos de estruturas que poderia existir e que envolveriam a substituição dos lastros. Assim, sugere-se que a futura regulamentação da CVM não restrinja a possibilidade de substituição, permitindo todas as substituições que estejam previamente previstas no termo de securitização (e desde que mantidas as mesmas taxas, prazos e cronogramas de pagamento), bem como as demais que venham a ser aprovadas pelos investidores em assembleia geral.

Assim, sugere-se que o referido texto tenha a seguinte redação:

*“§ 3º A companhia securitizadora ~~somente~~ pode substituir direitos creditórios integrantes do patrimônio separado nos seguintes casos relacionados, e desde que sejam atendidos os critérios de elegibilidade e demais termos e condições estabelecidos no instrumento de emissão, assim como que não seja alterada, para menor, a remuneração dos investidores ou o montante total dos direitos creditórios vinculados à emissão, nem tampouco postergado o cronograma da operação::*

*(I) caso previamente previstos no instrumento de emissão e desde que sejam atendidos os critérios de elegibilidade e demais termos e condições estabelecidos no instrumento de emissão, assim como que não seja alterada, para menor, a remuneração dos investidores ou o montante total dos direitos creditórios vinculados à emissão, nem tampouco postergado o cronograma da operação; ou*

*(II) em qualquer outra hipótese desde que aprovado pelos titulares do título reunidos em assembleia geral*

*~~I — vícios na cessão que possam vir a afetar a cobrança dos direitos creditórios, incluindo, por exemplo, falhas na formalização de direitos creditórios;~~*

~~II—manutenção do nível da retenção de risco assumida pelo cedente ou terceiros na respectiva emissão; ou~~

~~III—manutenção do teto de concentração de cedente ou de devedor.”~~

(grifos e trechos rasurados feitos pelo autor para evidenciar as alterações)

#### V.1-C(III) A Unificação e Ampliação das Possibilidades de Revolvência dos Lastros

A Lei nº 14.430/22 prevê que o instrumento de emissão do título de securitização deve prever acerca da possibilidade de aquisição futura dos direitos creditórios vinculados aos títulos de securitização com a utilização dos recursos oriundos do pagamento dos direitos creditórios originais vinculados à emissão, nos termos do artigo 22, inciso (XIII)<sup>181</sup>, cabendo a CVM regulamentar como se dará essa revolvência, nos termos do inciso II, do parágrafo segundo do próprio artigo 22<sup>182</sup>.

Antes mesmo da edição da Lei nº 14.430/22 a CVM já regulamentava a possibilidade de revolvência mas exclusivamente para as emissões de CRA, e desde que atendidos os requisitos estabelecidos nos artigos 4º e 5º do Anexo II da Resolução CVM 60.<sup>183</sup>

<sup>181</sup> “Art. 22. Os Certificados de Recebíveis integrantes de cada emissão da companhia securitizadora serão formalizados por meio de termo de securitização, do qual constarão as seguintes informações: (...) XIII - indicação, se for o caso, da possibilidade de substituição ou de aquisição futura dos direitos creditórios vinculados aos Certificados de Recebíveis com a utilização dos recursos provenientes do pagamento dos direitos creditórios originais vinculados à emissão, com detalhamento do procedimento para a sua formalização, dos critérios de elegibilidade e do prazo para a aquisição dos novos direitos creditórios, sob pena de amortização antecipada obrigatória dos Certificados de Recebíveis, observado o disposto no inciso II do § 2º deste artigo;”

<sup>182</sup> “(...) § 2º Na hipótese prevista no § 1º do art. 20 desta Lei: (...) II - a substituição e a aquisição de novos direitos creditórios com a utilização dos recursos provenientes do pagamento dos direitos creditórios originais vinculados à emissão de que trata o inciso XIII do caput deste artigo poderão ocorrer nos termos e nas condições estabelecidos na regulamentação editada pela CVM;”

<sup>183</sup> Art. 4º É permitida a revolvência nas situações em que o ciclo de plantação, desenvolvimento, colheita e comercialização dos produtos e insumos agropecuários vinculados ao CRA não permita que, na sua emissão, sejam vinculados direitos creditórios com prazos compatíveis ao vencimento do certificado. § 1º Considera-se revolvência a aquisição de novos direitos creditórios do agronegócio com a utilização de recursos originados pelos direitos creditórios e demais bens e direitos que compõem o lastro da emissão. § 2º O montante total dos direitos creditórios vinculados ao CRA deve ser compatível com o pagamento da remuneração e amortização previstas para a emissão. § 3º A revolvência somente pode ocorrer desde que sejam atendidos os critérios de elegibilidade e demais termos e condições estabelecidos no instrumento de emissão, assim como que não seja alterada, para menor, a remuneração dos investidores ou o montante total dos direitos creditórios vinculados à emissão, nem tampouco postergado o cronograma da operação. § 4º Em caso de revolvência, a companhia securitizadora deve aditar o instrumento de emissão, de forma a vincular os novos direitos creditórios adquiridos à emissão, em até 45 (quarenta e cinco) dias da data da aquisição dos recebíveis. Art. 5º Enquanto não utilizados para a aquisição de novos recebíveis, os recursos decorrentes da revolvência dos direitos creditórios somente podem ser utilizados para aplicação em títulos públicos federais, operações compromissadas com lastro em títulos

Por exemplo, a CVM permite a revolvência apenas nas situações em que o ciclo de plantação, desenvolvimento, colheita e comercialização dos produtos e insumos agropecuários vinculados ao CRA não permita que, na sua emissão, sejam vinculados direitos creditórios com prazos compatíveis ao vencimento do certificado, incorporando a jurisprudência da CVM de operações passadas em especial do caso CCAB Agro.

Assim, sugere-se que o novo normativo preveja: (a) a revolvência para qualquer tipo de emissão, CRI ou CRA; e (b) a possibilidade de revolvência em qualquer uma das situações, ambos conforme sugestão de redação de texto a seguir.

*“Art. xx É permitida a revolvência dos lastros dos CRI e dos CRA nas situações previstas no termo de securitização.”*

#### V.1-C(III). A Unificação das Regras para o Público Alvo das Ofertas

As diferenças não acabam apenas em relação aos lastros. Em relação ao público alvo das emissões de CRI e de CRA o tratamento é distinto, quando esses títulos forem ofertados publicamente, da seguinte forma:

- (a) para as emissões de CRI, por exemplo, a regra é que todas as emissões sejam destinadas para investidores qualificados, exceto em relação: (1) a créditos imobiliários sobre os quais tenha sido instituído o regime fiduciário previsto no art. 9º da Lei nº 9.514/97, originados: (1.i) de imóveis com “habite-se”, ou documento equivalente, concedido pelo órgão administrativo competente; ou (1.ii) da aquisição ou da promessa de aquisição de unidades imobiliárias vinculadas a incorporações objeto de financiamento, desde que integrantes de patrimônio de afetação, constituído em conformidade com o disposto nos arts. 31-A e 31-B da Lei nº 4.591/64; e (2) aos créditos que sejam considerados imobiliários pela sua destinação, e que sejam objeto de dispensa específica pela SSE ao cumprimento dos requisitos dispostos nos incisos “1.i.” e “1.ii”

---

*públicos federais ou em cotas de fundos de investimento classificados nas categorias “Renda Fixa – Curto Prazo” ou “Renda Fixa – Simples”, nos termos da regulamentação específica. Parágrafo único. A parcela de recursos decorrentes da revolvência que não for utilizada, dentro do prazo estabelecido no termo de securitização, na aquisição de novos direitos creditórios, deve ser utilizada na amortização ou no resgate dos títulos de securitização.*

mencionados acima, que será dada desde que a operação de securitização conte com as seguintes características: (2.i) o lastro dos CRI seja constituído por créditos imobiliários que são devidos independentemente de qualquer evento futuro; (2.ii) o emissor dos ativos que constituem o lastro dos CRI seja companhia aberta atuante no setor imobiliário, nos termos de seu estatuto social; (2.iii) seja instituído regime fiduciário sobre os créditos imobiliários que constituem o lastro dos CRI; (2.iv) o agente fiduciário fique responsável por verificar a destinação dos recursos captados a imóveis; e (2.v) nos documentos da oferta pública de distribuição de CRI esteja previsto que os recursos captados serão efetivamente destinados a imóveis até a liquidação dos CRI; e

(b) para as emissões de CRA, por sua vez, qualquer oferta poderá ser destinada para investidores não qualificados, desde que a emissão atenda cumulativamente aos seguintes requisitos, além da instituição do regime fiduciário: (1) conte com retenção substancial de riscos e benefícios do cedente ou de terceiros, conforme definição disposta nas normas contábeis emitidas pela CVM para as companhias abertas, salvo se o CRA estiver vinculado à dívida de responsabilidade de um único devedor ou devedores sob controle comum; (2) seja constituída por créditos considerados como performados no momento da cessão ou subscrição pela companhia securitizadora; (3) possua devedores ou coobrigados com exposição máxima de 20% (vinte por cento) do valor da emissão, salvo se o devedor ou coobrigado for: (3.i) companhia aberta; ou (3.ii) instituição financeira ou equiparada; e (4) seja constituído por direitos creditórios cedidos por um único cedente ou cedentes sob controle comum.

Em relação ao público alvo espera-se que a CVM uniformize o conceito aproximando mais em relação ao conceito atual existente para as emissões de CRA. Por exemplo, a permissão de oferta dos CRI com lastro em títulos enquadrados pela destinação para investidores não qualificados deveria seguir a mesma lógica do que ocorre com as emissões de CRA, inexistindo necessidade de o emissor ser do setor imobiliário ou ainda depender de prévio pedido de dispensa para a SSE.

Nesse sentido, as emissões de CRI ou de CRA teriam como público alvo investidores não qualificados, desde que a emissão atendesse cumulativamente aos seguintes requisitos: (1) tenha regime fiduciário; (2) conte com retenção substancial de riscos e benefícios do cedente ou de terceiros, conforme definição disposta nas normas contábeis emitidas pela CVM para as

companhias abertas, salvo se o CRI estiver vinculado à dívida de responsabilidade de um único devedor ou devedores sob controle comum (independente do setor da econômica do devedor); (3) seja constituída por créditos considerados como performados no momento da cessão ou subscrição pela companhia Securitizadora, o que incluiriam os créditos oriundos de empreendimentos com habite-se; (4) possua devedores ou coobrigados com exposição máxima de 20% (vinte por cento) do valor da emissão, salvo se o devedor ou coobrigado for: (4.i) companhia aberta; ou (4.ii) instituição financeira ou equiparada; e (5) seja constituído por créditos imobiliários cedidos por um único cedente ou cedentes sob controle comum, salvo nos casos de cessão de créditos oriundos de empreendimento imobiliário que preveja a constituição de patrimônio de afetação.

Para as ofertas públicas direcionadas para investidores qualificados admitir-se-ia qualquer tipo de emissão que preveja liquidação física e desde que atendesse aos requisitos de concentração de 20% (vinte por cento) do valor da emissão por devedor ou coobrigado, salvo se o devedor ou coobrigado for: (i) companhia aberta; (ii) instituição financeira ou equiparada; ou (iii) entidade que tenha suas demonstrações financeiras relativas ao exercício social imediatamente anterior à data de emissão do CRI elaboradas em conformidade com o disposto na Lei nº 6.404, de 1976, e auditadas por auditor independente registrado na CVM.

#### V.1-C(IV). A Unificação das Regras de Remuneração dos Títulos

Em relação à remuneração, até a edição da Lei nº 14.430/22, a Lei nº 11.076/04 estabelecia uma permissão expressa, aplicável exclusivamente para as emissões de CRA, permitindo que a remuneração desse título fosse atrelada a correção da variação cambial, desde que: (a) o lastro dessa emissão também tivesse a mesma cláusula de variação cambial; (b) fosse emitido em favor de investidor não residente; ou (c) fosse emitido em favor de investidor residente, desde que observados os termos da regulamentação do CMN<sup>184</sup>.

Em relação ao CRI a atribuição de remuneração atrelada à variação cambial era vedada pela Decisão Conjunta CVM-Bacen nº 13/03. No entanto, o CRI previa expressamente a

---

<sup>184</sup> Em 30 de setembro de 2021, o CMN, por meio da Resolução CMN nº 4.947, autorizou a emissão para investidores residentes, com a restrição de que somente investidores qualificados (que possuem aplicações financeiras em valor igual ou superior a 1 milhão de reais) e profissionais (com aplicações financeiras em valor igual ou superior a 10 milhões de reais) poderão adquirir CRA corrigidos pela variação cambial. Os investidores qualificados só podem adquirir CRA cambiais de classes sêniores e subordinadas mezanino.

correção monetária com periodicidade mensal, por índices de preços setoriais ou gerais ou pelo índice de remuneração básica dos depósitos de poupança, desde que os títulos fossem emitidos com prazo de vencimento mínimo de 36 (trinta e seis) meses.

Nesse sentido, sugere-se unificar os conceitos de forma a permitir que a remuneração dos CRA ou CRI possam ser atreladas à variação cambial, bem como que possam ter expressamente a correção monetária com periodicidade mensal, por índices de preços setoriais ou gerais ou pelo índice de remuneração básica dos depósitos de poupança, desde que os títulos fossem emitidos com prazo de vencimento mínimo de 36 (trinta e seis) meses.

Para isso sugere-se que a CVM e o BACEN divulguem nova decisão conjunta uniformizando as regras de remuneração dos títulos, em especial em relação à possibilidade de emissão de CRI com base na variação cambial, bem como em relação à cobrança de atualização monetária em periodicidade inferior a anual, conforme previsto para as emissões de CRI, conforme permitido pelo artigo 9º da Lei nº 8.660, de 28 de maio de 1993<sup>185</sup>.

#### V.1-C(V). A Unificação do Procedimento de Registro de Oferta Pública

Em relação ao procedimento de oferta pública sugere-se a unificação do procedimento em linha com as discussões da CVM a respeito da unificação das ofertas públicas atualmente em discussão pela CVM no âmbito do Edital de Audiência Pública SDM 02/21 que resultará na edição de novo normativo aplicável para todas as ofertas públicas.

Em especial, para o mercado de CRI e de CRA sugere-se que emissões que já contem com lastros recorrentes, ou seja, àqueles já avaliados pela CVM e que sejam devidos por um mesmo emissor ou cedido por um mesmo cedente, tenham menores prazos de implementação no intuito de acelerar o procedimento para obtenção dos registros.

### **V.2. Enquadramento das Emissões de CRI e de CRA como Operações de Securitização**

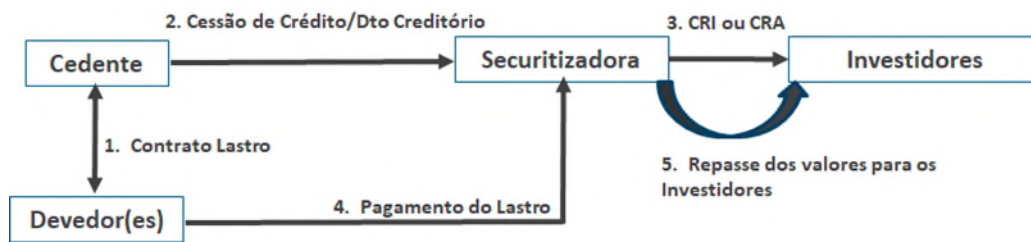
#### V.2-A Estrutura Clássica x Estrutura Corporativa

---

<sup>185</sup> Art. 9º As condições de remuneração e de atualização monetária, bem como a fixação de prazos mínimos, das operações realizadas no mercado financeiro reger-se-ão pelas normas expedidas pelo Banco Central do Brasil, observadas as disposições desta lei e da Lei nº 8.177, de 1º de março de 1991.

As emissões de CRI e de CRA podem ser divididas em 2 (dois) tipos, conforme exposto a seguir.

A primeira estrutura a qual denominar-se-á de estrutura clássica, representa menos de 30% (trinta por cento) do total das emissões de CRI e de CRA, e tem estrutura básica disposta a seguir (“Estrutura Clássica”).



1- Contrato Lastro: Nessa estrutura a Cedente geralmente é uma instituição financeira, incorporadora de imóveis, loteadora, FII, empresa de shopping centers e empresa do agronegócio e etc. A Cedente mantém relações comerciais com Devedor(es), tais como contratos de financiamentos para aquisição de imóveis ou para financiamento de lavoura, contratos de comercialização de produtos agrícolas, contratos de compra e venda de imóveis, contratos de locações e outros enquadrados como possíveis lastro das emissões de CRI e de CRA;

2- Cessão de Crédito/Dto Creditório: Baseado nos créditos imobiliários ou nos direitos creditórios do agronegócio de que se tornou titular em função do Contrato Lastro, conforme seja o caso, a Cedente os transferem para a Securitizadora;

3- Emissão de CRI/CRA: A Securitizadora, vincula os créditos imobiliários ou os direitos creditórios do agronegócio em emissões de CRI ou de CRA, conforme seja o caso, e os oferta para os investidores;

4- Pagamento do Lastro: Quando da cessão dos créditos imobiliários e dos direitos creditórios do agronegócio, conforme seja o caso, o(s) respectivo(s) devedor(s) é(são)



avisado(s) de que os pagamentos oriundos do Contrato Lastro deverão ser feitos na conta do patrimônio separado administrado pela própria Securitizadora<sup>186</sup>; e

5- Repasse dos Valores para os Investidores: A Securitizadora transfere para os investidores os recursos recebidos no âmbito do Contrato Lastro, conforme previsto no Termo de Securitização.

A segunda estrutura, a qual denominar-se-á de estrutura corporativa, representa aproximadamente mais de 70% (setenta por cento) do total das emissões de CRI e de CRA, e tem estrutura ilustrada abaixo (“Estrutura Corporativa”).



1- Título Lastro: Nessa estrutura não há Cedente propriamente dito<sup>187</sup>. Há apenas a emissão de um título por um Devedor, tais como debêntures, notas comerciais, cédula de produto rural financeira, certificado de direitos creditórios do agronegócio e outros, e que é adquirido pela Securitizadora, com uma destinação de recursos específica<sup>188</sup>;

2- Emissão de CRI/CRA: A Securitizadora, vincula os Títulos Lastro em emissões de CRI ou de CRA, conforme seja o caso, e os oferta para os investidores;

3- Pagamento do Lastro: O Devedor faz os pagamentos devidos no âmbito do Título Lastro diretamente na conta do patrimônio separado administrado pela Securitizadora;

<sup>186</sup> Em casos mais raros os pagamentos continuam sendo feitos em conta corrente da própria Cedente, seja uma conta de livre movimento ou uma conta vinculada.

<sup>187</sup> Em alguns casos, por imposição legal, há a emissão de títulos que por disposição legal devem ser emitidos em favor de uma instituição financeira, tais como cédulas de crédito bancário, notas de crédito à exportação e etc. E esses títulos são cedidos por instituições financeiras para vinculação das emissões de CRA ou os CRI. No entanto, como: (a) os Devedores poderiam ter optado por emitir outros títulos tais como debêntures, notas comerciais e outros títulos que poderiam ser emitidos diretamente em favor da Securitizadora; e (b) as instituições financeiras que cedem tais títulos não participam ativamente na criação do título, mas apenas são contratadas para receber tais operações diretamente por conta da imposição legal, tais operações são enquadradas na Estrutura Corporativa.

<sup>188</sup> A depender do título ser vinculado a uma emissão de CRI ou de CRA há uma destinação obrigatória a ser incluída no título, conforme exposto anteriormente no presente trabalho

4- Repasse dos Valores para os Investidores: A Securitizadora transfere para os investidores os recursos recebidos no âmbito do Título Lastro para os investidores, conforme previsto no Termo de Securitização.

#### V.2-B O Enquadramento das Estruturas como Operações de Securitização

Após apresentadas as estruturas que contemplam quase que a totalidade das emissões de CRI ou de CRA cabe avaliar se tais estruturas podem ser enquadradas como operações de securitização, considerando os conceitos clássicos acerca do assunto.

O propósito desse enquadramento é o de averiguar se fato temos um mercado de securitização ativo, com base em operações semelhantes praticadas em outros mercados ou se no nosso país a expressão “securitização” deve ser entendida de outra forma daquele entendida no restante do mundo.

A não classificação de uma emissão de CRI ou de CRA como securitização com base no padrão clássico não quer dizer que essa operação é ilegal ou contrária à legislação brasileira, conforme será exposto a seguir.

A Lei nº 14.430/22 definiu securitização como a operação de emissão e a colocação de valores mobiliários junto a investidores, cujo pagamento é primariamente condicionado ao recebimento de recursos dos direitos creditórios que o lastreiam<sup>189</sup>.

A CVM, por meio da Resolução CVM 60, definiu operação de securitização como a aquisição de direitos creditórios para utilização como lastro de emissão de títulos de securitização para colocação junto a investidores, cujo pagamento é primariamente

---

<sup>189</sup> Conforme parágrafo único do artigo 18 da Lei nº 14.430/22, transcrito a seguir: “Art. 18. As companhias securitizadoras são instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações que têm por finalidade realizar operações de securitização. Parágrafo único. É considerada operação de securitização a aquisição de direitos creditórios para lastrear a emissão de Certificados de Recebíveis ou outros títulos e valores mobiliários perante investidores, cujo pagamento é primariamente condicionado ao recebimento de recursos dos direitos creditórios e dos demais bens, direitos e garantias que o lastreiam.”

condicionado ao recebimento de recursos dos direitos creditórios e demais bens, direitos e garantias que lastreiam a emissão.<sup>190</sup>

Nota-se que o conceito de securitização brasileiro menciona apenas o seguinte: (a) aquisição de direitos creditórios; e (b) vinculação desses lastros a uma emissão de CRA de forma que o pagamento desses títulos ofertados no mercado estejam condicionados primariamente ao recebimento dos direitos creditórios vinculados

O conceito previsto na Lei nº 14.430/22e na Resolução CVM 60 veio incorporar no ordenamento jurídico brasileiro a prática já observada nas emissões de CRI e de CRA, diferindo, por exemplo, dos conceitos doutrinários de securitização.

Nessa passo, entende-se que para o enquadramento dos CRA e dos CRI como operações de securitização dever-se-ia observar cumulativamente os seguintes requisitos: (a) os direitos a serem vinculados às emissões deveriam ser ilíquidos, de forma que não pudessem ser adquiridos diretamente por investidores; (b) transferência desses direitos para um veículo de securitização; (c) emissão de título pelo veículo de securitização, cujo o fluxo esteja atrelado ao pagamento dos direitos vinculados ou atrelado ao cumprimento das obrigações constantes nos negócios jurídicos que tenham transferido tais direitos para o veículo de securitização; e (d) a segregação patrimonial entre os ativos vinculados ao título de securitização e os demais ativos do veículo de securitização.

Em relação à liquidez deve-se avaliar se os lastros tratam-se de direitos ilíquidos em que os créditos imobiliários ou direitos creditórios do agronegócio, conforme seja o caso, não podem ser facilmente adquiridos de forma direta por investidores do mercado de capitais, necessitando, dessa forma, a sua vinculação em emissões dos referidos títulos setoriais, para fins de viabilizar a aplicação por parte dos investidores.

---

<sup>190</sup> Vide artigo 2º, VII da Resolução CVM 60. Até a edição da Instrução CVM 600 (revogada pela própria Resolução CVM 60) a CVM entendia que os lastros não poderiam ser constituídos diretamente em favor da securitizadora sendo necessária a prévia cessão dos créditos imobiliários/direitos creditórios por um terceiro.

Segundo CAMINHA “Do ponto de vista financeiro a securitização seria a operação por meio do qual se mobilizam ativos – presentes ou futuros – que, de outra maneira, não teriam a possibilidade de se autofinanciar ou gerar renda presente.”<sup>191</sup>

Inúmeras são as razões para isso para justificar essa eventual iliquidez de determinado crédito ou direito. Primeiro pois diversos investidores tendem a ter restrições para o tipo de investimento a ser realizando, sendo obrigatório em alguns casos a realização de investimento em ativos financeiros, registrados em entidade de registro e de liquidação financeira autorizado pelo BACEN. O segundo ponto decorre da dificuldade de viabilizar um investimento direto em direitos contratuais por inúmeros investidores, bem como administração dessas frações de direitos contratuais.

Considerando o exposto acima no caso da Estrutura Clássica pode-se afirmar que os lastros são ilíquidos, pois os créditos imobiliários ou direitos creditórios do agronegócio, conforme o caso, representam geralmente direitos oriundos de instrumentos de locação, de compra e venda ou de financiamentos, os quais, não podem ser adquiridos facilmente por investidores do mercado de capitais.

Em relação à Estrutura Corporativa a avaliação da liquidez do lastro para fins de enquadramento de uma operação de securitização é mais complexa. Geralmente as emissões de CRI e de CRA com Estrutura Corporativa são lastreadas em títulos de dívida, tais como debêntures, notas comerciais, cédulas de crédito bancário e outros, todos passíveis de serem enquadrados como ativos financeiros. Ou seja, os títulos poderiam ser ofertados publicamente no mercado e adquiridos diretamente pelos investidores do mercado de capitais. Por exemplo, a Instrução CVM 476/09 permite a realização de ofertas públicas com esforços restritos de debêntures, notas comerciais, CCB e outros, ainda que emitidos por sociedades não enquadradas como companhias abertas. Nessa passo indaga-se, ainda que tais títulos possam ser ofertados publicamente diretamente para os investidores estar-se-ia diante de ativos ilíquidos para fins do enquadramento de operações de securitização?

Em relação à iliquidez dos direitos, SZTAJN defende que, “no mercado financeiro, são ditos líquidos aqueles instrumentos cuja titularidade se transfere rapidamente, ou seja, são

---

<sup>191</sup> CAMINHA, Uinie. *Securitização*. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 2007.

*líquidos porque facilmente se transformam em moeda, e no mais das vezes, sem impor perdas a quem os aliena (...). A facilidade de transformar ativos em moeda, rapidamente, é que os caracteriza como líquidos*<sup>192</sup>. Além da característica apontada acima cabe avaliar, também, a capacidade de o emissor implementar uma oferta pública dos referidos títulos de dívida que seja atrativa para os investidores no mercado primário.

Nessa linha, cabe avaliar se o emissor do lastro é um emissor frequente do mercado de capitais, considerando, por exemplo, emissões anteriores de títulos de renda fixa. Se o emissor é, por exemplo, uma companhia aberta que frequentemente acessa o mercado de capitais, entende-se que o título de sua emissão não deve ser considerado como um ativo ilíquido. No entanto, em alguns casos, apesar de o título ser passível de ser enquadrado como ativo financeiro, o interesse de investidores por esse tipo aplicação direta com os investidores é inexistente ou bem reduzido. Nesses casos, a emissão do título em favor das securitizadoras para fins de vinculação a uma emissão de CRI ou de CRA, conforme seja o caso, aumenta a atratividade do investimento. Isso pois além da maior familiaridade da aplicação dessas aplicações por investidores tais títulos setoriais inserem-se num contexto de incentivo governamental para fomento dos setores imobiliários e do agronegócio, conforme explorado na Seção V.3. desse trabalho.

Em relação à forma de aquisição do lastro pela securitizadora as estruturas diferem também. Na Estrutura Clássica os créditos imobiliários ou direitos creditórios do agronegócio, conforme seja o caso, são transferidos por um cedente para a Securitizadora, por meio da celebração de instrumento de cessão específico. No entanto, na Estrutura Corporativa não há geralmente<sup>193</sup> a figura de um terceiro cedente, sendo o crédito imobiliário ou o direito creditório do agronegócio “criado” mediante a emissão do título diretamente em favor da Securitizadora.

A esse respeito indaga-se se a existência de uma cessão de créditos imobiliários ou de direitos creditórios é condição fundamental para enquadramento da operação de securitização.

---

<sup>192</sup> SZTAJN, Rachel. Conceito de liquidez na disciplina do mercado de valores mobiliários. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, 2002, n. 126, abril-junho/2002, p. 11

<sup>193</sup> A depender do título ser vinculado a uma emissão de CRI ou de CRA há uma destinação obrigatória a ser incluída no título.

Para YASBEK “a securitização é efetuada a partir da cessão onerosa de créditos contra terceiros, da empresa que os detenha para uma empresa especialmente constituída para tais finalidades, a securitizadora (uma sociedade de propósito específico). Esta, por sua vez, emite títulos no mercado de valores mobiliários, lastreados por aqueles créditos”.<sup>194</sup>

A PJU por meio do Parecer/CVM/PJU/nº 002/01, ao avaliar a emissão o Caso WT, se manifestou da seguinte forma:

*"(...) Conceitualmente, **uma operação de securitização consiste na cessão de créditos**, pela sociedade operacional, qual seja a originadora de créditos objeto da cessão, a uma sociedade de propósito específico, a qual então emitirá títulos lastreados nestes mesmos créditos.”* (grifos do autor)

A Lei nº 14.430/22 e a Resolução CVM 60 não estipularam essa obrigatoriedade, exigindo somente a emissão de valores mobiliários cujo pagamento dependa do recebimento dos direitos creditórios vinculados, sendo que a Resolução CVM 60 também menciona a “aquisição” dos direitos creditórios.

Curiosamente a exposição de motivos da própria Lei nº 14.430/22 não está em constância com o conceito de securitização do próprio texto legal, conforme pode-se observar do trecho da exposição de motivos do Ministro Paulo Guedes:

*“17. Dentre os potenciais benefícios para os agentes econômicos envolvidos em operações de securitização estão: (i) diversificação das fontes de financiamento; (ii) redução do custo de captação em comparação ao que poderia ser obtido no mercado bancário tradicional; (iii) menor necessidade de comprometimento de ativos em garantias; (iv) **redução do endividamento (alavancagem) da empresa originadora**; e (v) **a transferência dos riscos relacionados aos recebíveis para investidores**.”* (grifos nossos)

---

<sup>194</sup> Yasbek, Otávio. Critérios materiais para a regulação das atividades financeiras – dos riscos negociáveis à sociedade do risco. Tese (doutorado). Universidade de São Paulo, p.103

Ao mencionar “originadora” e “transferência dos riscos relacionados aos recebíveis para os investidores” a Lei nº 14.430/22 evidencia o conceito clássico de securitização em que há uma transferência de riscos e a cessão efetiva de créditos de um terceiro para a companhia securitizadora.

Outra distinção a ser realizada nas emissões de CRI e de CRA para fins de enquadramento como operação de securitização refere-se à eventual coobrigação da companhia Securitizadora e em relação à segregação patrimonial. Em regra as operações de securitização ocorrem quando o fluxo de pagamento do título de securitização está atrelado ao pagamento desses direitos ou atrelado ao cumprimento das obrigações constantes nos negócios jurídicos que tenham transferido tais direitos para o veículo de securitização.

Ou seja todas as emissões de CRI e de CRA devem lastreadas em créditos imobiliários e direitos creditórios respectivamente, sendo que o principal fator a ser considerado para pagamento dos CRI e dos CRA é o próprio pagamento dos valores oriundos do lastro.

No entanto, nos termos da Lei nº 14.430/22, admite-se que a Securitizadora outorgue garantia flutuante para adimplemento das emissões de CRI e de CRA ofertadas privadamente.<sup>195</sup>

Ainda, a Lei nº 14.430/22 faculta a constituição do patrimônio separado por parte das securitizadoras, nos termos do artigo 25 da Lei nº 14.430/22, transcrito abaixo:

*“Art. 25. A companhia securitizadora poderá instituir regime fiduciário sobre os direitos creditórios e sobre os bens e direitos que sejam objeto de garantia pactuada em favor do pagamento dos Certificados de Recebíveis ou de outros títulos e valores mobiliários representativos de operações de securitização e, se houver, do cumprimento de obrigações assumidas pelo cedente dos direitos creditórios.”*

---

<sup>195</sup> Conforme artigo 21, parágrafo quinto, da MP 1.103/22

Caso não seja constituído o patrimônio separado ficará reduzida a segregação entre os ativos da operação e os ativos da securitizadora, não havendo como garantir que o pagamento dos CRI ou dos CRA sejam primariamente condicionado ao recebimento dos valores oriundos dos lastros.

A partir do exposto acima nota-se que os CRI e os CRA podem apresentar várias características. Conforme exposto anteriormente uma operação de securitização é resultado da conjugação de dois elementos: (a) a transformação de direitos ilíquidos em títulos negociáveis por um veículo de securitização, cujo o fluxo de pagamento esteja atrelado ao pagamento desses direitos ou atrelado ao cumprimento das obrigações constantes nos negócios jurídicos que tenham como objetivo transferir tais direitos para o veículo de securitização; e (b) a segregação patrimonial entre os ativos vinculados ao título de securitização e os demais ativos do veículo de securitização.

Considerando os aspectos de iliquidez e da forma de aquisição dos lastros a Estrutura Clássica, conforme exposto acima, é a que mais se assemelha ao conceito clássico de securitização, pois pressupõe geralmente ativos ilíquidos e ainda objeto de aquisição por cessão de créditos.

Em relação à Estrutura Corporativa, apesar de estarem dentro do conceito de securitização previsto na legislação brasileira, essas operações não representam operações de securitização clássicas nos termos da doutrina nacional e estrangeira sobre o assunto.

Assim, o direito brasileiro teria criado um conceito de securitização distinto do praticado nos demais países do mundo, abarcando operações de financiamento direto de devedores e que são vinculadas às emissões de CRI ou de CRA.

### **V.3. Os CRI e os CRA como forma de Fomento da Atividade Imobiliária e do Agronegócio**

#### **V.3-A. Os Incentivos para as Emissões de CRI e de CRA**

Conforme exposto anteriormente nem todas as emissões de CRI ou de CRA podem ser enquadradas como operações de securitização, considerando o conceito clássico. Em alguns



casos, por exemplo, emissões de debêntures de companhias abertas, que poderiam captar recursos diretamente no mercado, são vinculadas a emissões de CRI ou de CRA, conforme seja o caso.

Não sendo operações de securitização considerando as estruturas clássicas, cabe indagar a motivação por parte dessas operações e que representam a maior parte do volume total dessas operações, em especial a motivação da empresa que pode acessar o mercado diretamente realiza uma emissão de título em favor de uma companhia securitizadora para fins do lançamento das ofertas de CRI ou de CRA.

A motivação decorre de determinados incentivos existentes para essas emissões e que tornavam e tornam a captação de recursos por parte do emissor do lastro mais barata do que se a captação fosse realizada diretamente no mercado.

Desde a criação do CRI e posteriormente do CRA a legislação brasileira estabeleceu diversos incentivos para a utilização desses títulos, de forma a fomentar o mercado imobiliário e o agronegócio. O incentivo era de 2 (dois) tipos, crédito direcionado e isenção fiscal para investidores desses títulos.

Em relação ao crédito direcionado coube ao CMN autorizar que as instituições financeiras pudessem investir em CRI como forma de cumprir com suas obrigações de direcionamento de recursos captados dos depósitos de poupança. Geralmente, a política de crédito direcionado aplicável para as instituições financeiras torna o crédito mais barato do que aquele praticado no mercado. O principal exemplo disso é o crédito para financiamento imobiliário existente para as pessoas naturais adquirirem imóveis financiados, que geralmente é o empréstimo bancário com menor taxa existente do mercado.

Tendo como base essa política de direcionamento permitiu-se CRI com lastro de dívidas corporativas com taxas de juros mais acessíveis do que àquelas praticadas no mercado bancário. Tratava-se de emissões de CRI que eram subscritas integralmente pelas instituições financeiras para fins de atendimento das exigibilidades previstas no CMN. Uma das primeiras normas em relação a essa permissão para utilização do CRI para cumprimento da exigibilidade foi editada em 18 de dezembro de 1997, quando o CMN, por meio da Resolução nº 2.458, permitiu que os títulos de emissão de companhias securitizadoras, vinculados a financiamentos imobiliários e a

financiamento habitacionais fossem, utilizados como forma de atendimento das regras de direcionamento dos recursos captados dos depósitos de poupança.

Ao longo do tempo alterou-se quais lastros poderiam ser utilizados nos CRI a serem adquiridos pelas instituições financeiras, conforme normativos que sucederam a referida Resolução, tais como a Resolução nº 2519, de 29 de junho de 1998, a Resolução 2.623, a Resolução nº 3.005, de 30 de julho de 2002, a Resolução nº 3.347, de 8 de fevereiro de 2006 e a Resolução nº 3.932, de 16 de dezembro de 2010. A partir da Resolução nº 4.410, de 28 de maio de 2015 iniciou-se uma restrição à utilização de CRI como forma de cumprir com o direcionamento dos recursos até que a Resolução nº 4.676, de 31 de julho de 2018 extinguiu completamente essa possibilidade.

Além da política de direcionamento de recursos outro incentivo importante existente para fomento das emissões de CRI e de CRA é a existência de benefícios fiscais existentes para a aplicação por parte das pessoas físicas.

Um dos objetivos da tributação é o de impulsionar a atividade privada nas direções desejadas pelo governo (função regulatória)<sup>196</sup>. A função de incentivo, regulatória, do direito tributário tem o estímulo de fomentar determinada atividade econômica. Conforme recorda Schoueri, “*os contribuintes não são indiferentes à tributação*” daí que o tributo “*será um fator que influenciará o comportamento dos agentes econômicos*”.<sup>197</sup>

Esse incentivo fiscal foi criado em 21 de dezembro de 2004 quando foi editada a Lei nº 11.033 que estabeleceu isenção de imposto de renda para as remunerações produzidas pelos CRI e pelos FII quando pagas para as pessoas físicas. Na época o objetivo desse incentivo era o de fomentar os recém criados investimentos imobiliários, quais sejam os CRI e os FII.

Posteriormente, em 13 de junho de 2006, foi editada a Lei nº 11.311, alterando a Lei nº 11.033/04, estendendo a mesma isenção aplicável para os CRI para os CRA, agora com o objetivo de fomentar o investimento nos CRA, em conjunto com os demais títulos do agronegócio, quais sejam, CDCA, CPR-F e LCA.

---

<sup>196</sup> Reuven S. Avi-Yonah, “The three goals of taxation”, *Tax, Law Review*, New York, v. 60, n. 1, pp. 1-28, 2006, disponível em <http://repository.law.umich.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1039&context=articles>, pp 3-4.

<sup>197</sup>

Esse incentivo teve efeito imediato no fomento de emissões de títulos imobiliários e do agronegócio, bem como em cotas de FII. Esse último, por sinal, foi o mais impactado pelo benefício fiscal atraindo investidores interessados na aquisição de imóveis por meio dos FII.

Até esse momento os FII investiam basicamente em imóveis para fins de aluguel, arrendamento ou posterior alienação, sendo uma aplicação de renda imediatamente imobiliária disponível para investidores brasileiros.

Em 31 de outubro de 2008 a CVM editou a Instrução CVM 472, alterando o regramento existente para os FII, permitindo que esses fundos pudessem adquirir CRI como parte de sua política de investimento.

Com essa alteração criou-se um mercado adicional para as emissões de CRI, aumentando a demanda por novas operações. Além das emissões que eram ofertadas diretamente para os investidores, passou a ser possível a emissão de CRI diretamente para os FII, conservando o incentivo fiscal para os investidores.

Essa medida criou um mercado de gestores especializados em créditos imobiliários cujo propósito exclusivo era o de originar e estruturar novas emissões de CRI para os FII de sua gestão. Esse novo mercado ampliou em muito o número de emissões de CRI no país.

Ainda, em 19 de julho de 2013, a Lei nº 12.844 foi editada de forma a incluir os CRI no âmbito dos benefícios previstos na Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011, criando os denominados “CRI de InfraEstrutura”, com o objetivo de fomentar o investimento de investidores não residentes nesse tipo de aplicação.

A existência de um fundo de investimento incentivado (os FII) impactaram significativamente as emissões de CRI, criando expectativa para a estruturação de um veículo semelhante para fomentar as emissões de CRA.

Nesse sentido, em 29 de março de 2021, foi editada a Lei nº 14.130 criando os FIAGRO, fundos de investimentos que: (a) podem investir em CRA; e (b) possuem a mesma isenção fiscal aplicável para os FII. O impacto da criação dos FIAGRO foi imediato resultando na criação de

inúmeros fundos de investimento e conseqüentemente no aumento da demanda por novas emissões de CRA.

Os benefícios existentes, tais como: (a) a inclusão dos CRI na política de direcionamento de recursos aplicáveis para as instituições financeiras; (b) a isenção fiscal atribuída às emissões de CRI e de CRA para aplicação por pessoas físicas; e (c) a existência de fundos de investimentos isentos de imposto de renda para aplicação por pessoas físicas e voltados para aplicação nos próprios CRI e CRA; turbinaram a demanda para as emissões de CRI e de CRA nos últimos anos.

Os benefícios e incentivos previstos acima estimulam a formulação de novas operações, inclusive, por exemplo, emissões em que o lastro é composto por emissões de debêntures de companhias abertas. A razão é muito simples: Uma debênture de uma companhia aberta adquirida por algum investidor pessoa física tem tributação de 15% (quinze por cento) sobre os seus rendimentos. No entanto, uma emissão de CRI ou de CRA, lastreada nessa mesma emissão de debêntures não terá tributação dos rendimentos para os mesmos investidores pessoas físicas. Ou seja, para a pessoa física ter o mesmo rendimento líquido de uma aplicação daquele realizado numa debênture adquirida no mercado a companhia emissora da debênture vinculada a uma emissão de CRI ou de CRA precisa pagar menos remuneração. Isso representa para a companhia emissora de debênture uma vantagem pois consegue reduzir de fato o seu risco de captação.

Adicionalmente, a existência de fundos de investimento voltados especialmente para a aquisição de CRA e de CRI e que gozam do mesmo benefício fiscal existente para as aplicações das pessoas físicas, têm estimulado ainda mais demanda por esses títulos setoriais tendo em vista que existem diversos gestores especializados buscando diariamente a aquisição desses títulos para melhorar a rentabilidade dos fundos de sua gestão. Ainda, cabe mencionar que inúmeros são os investidores que preferem adquirir cotas de fundos de investimento especializados, acreditando na especialização e capacidade de um gestor na seleção dos ativos de suas carteiras, em detrimento da realização de investimentos diretos em uma emissão de CRI ou de CRA.

Os incentivos mencionados acima têm como objetivo estimular o desenvolvimento do setor imobiliário e do agronegócio, respectivamente. Para o setor imobiliário esse benefício se

traduz na criação de um mercado secundário de créditos imobiliários e ainda no fomento da aquisição e produção de imóveis. Para o agronegócio o benefício está atrelado às vantagens a serem capturadas pelo produtor rural, figura central do agronegócio brasileiro.

Em virtude de terem sido criados para benefício de determinada atividade econômica torna-se fundamental que a interpretação das normas dos CRA e dos CRI seja feita considerando o objetivo idealizado pelo legislador.

A importância da delimitação do objetivo de determinada lei é de fundamental importância no processo de sua interpretação. Conforme dispõe o artigo 5º da LINDB, na aplicação da lei deve-se atentar aos fins sociais a que ela se dirige e às exigências do bem comum, conforme dispositivo transcrito abaixo:

*“Art. 5º Na aplicação da lei, o juiz atenderá aos fins sociais a que ela se dirige e às exigências do bem comum.”*

A esse respeito cabe lembrar as lições de Carlos Maximiliano exposto a seguir :

*“Considera-se o Direito como uma ciência primariamente normativa ou finalística: por isso mesmo a sua interpretação há de ser, na sua essência teleológica. O hermeneuta sempre terá em vista o fim da lei, o resultado que a mesma precisa atingir em sua atuação prática. A norma enfeixa um conjunto de providências, protetoras, julgadas necessárias para satisfazer a certas exigências econômicas e sociais; **será interpretada de modo que melhor corresponda àquela finalidade e assegure plenamente a tutela de interesse para a qual foi regida.**”*  
(grifos do autor)

Ou seja, com base na LINDB e na melhor doutrina relacionada à aplicação e interpretação das normas, a interpretação das normas aplicáveis as emissões de CRI e de CRA deve se atentar ao fato de que essas legislações foram criadas para a viabilização de determinado benefício aos setores imobiliários e do agronegócio, considerando a importância de sua atuação para a economia brasileira.

Logo, sugere-se que para qualquer interpretação das normas dos CRI e dos CRA seja sempre considerado o aspecto teleológico em detrimento da interpretação literal. Isso faz com que o interprete deve avaliar as normas com base nas seguintes premissas:

(a) sendo um dos objetivos das legislações dos CRI e dos CRA angariar recursos do mercado de capitais no investimento desses títulos, quaisquer normas que criem regras impossíveis de serem observadas pelos participantes, considerando, inclusive, os aspectos práticos oriundos do mercado de capitais, a estrutura do produto ofertado, bem como a lógica operacional das empresas atuantes desses setores, não devem ser interpretadas de forma literal; e

(b) quando possível normas que criem determinadas características para os devem ser consideradas de caráter dispositivo, permitindo as partes não observá-las

A seguir um exemplo. A CVM no âmbito do pedido de registro de uma oferta de CRA da Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A. (Processo SEI 19957.003851/2021-76) indeferiu uma emissão de CRA com lastro em 2 (dois) CDCA de emissão da Vamos Logística S.A., conforme melhor detalhado a seguir:

Nesse caso os CDCA a serem emitidos tinham como lastro direitos creditórios de titularidade da Vamos e oriundos de contratos de locação de máquinas, veículos e equipamentos pesados, com ou sem condutor, celebrados com produtores rurais, ou cooperativa de produtores rurais, para serem exclusivamente utilizados para a execução de atividades agrícolas. Por força do artigo 32 da Lei nº 11.076/04 o CDCA confere penhor legal sobre os direitos creditórios vinculados.

O valor nominal unitário ou saldo do valor nominal unitário dos CDCA, conforme o caso, seria atualizado monetariamente, a partir da primeira data de integralização, pela variação acumulada do IPCA, índice atualmente utilizado pelos investidores do mercado de capitais em investimentos indexados pela inflação. Os contratos lastro dos CDCA, seguindo a lógica de precificação existente nesse mercado, seriam, em sua maioria, corrigidos monetariamente pelo IGP-M.

Ocorre que o artigo 28 da Lei nº 11.076/04 estabelece que o valor do CDCA não poderá exceder o valor total dos direitos creditórios do agronegócio a eles vinculados, conforme exposto a seguir:

*“Art. 28. O valor do CDCA e da LCA não poderá exceder o valor total dos direitos creditórios do agronegócio a eles vinculados.”*

Ainda, o artigo 42 da Lei nº 11.076/04 estabelece que o CDCA pode conter cláusula expressa de variação do seu valor nominal, desde que seja a mesma dos direitos creditórios a eles vinculados, conforme transcrição do dispositivo a seguir:

*“Art. 42. O CDCA, a LCA e o CRA poderão conter cláusula expressa de variação do seu valor nominal, desde que seja a mesma dos direitos creditórios a eles vinculados.”*

A SRE, quando da análise do pedido de registro de oferta pública se posicionou que os requisitos previstos nos artigos 28 e 42 da Lei nº 11.076/04 só estariam atendidos conjuntamente no presente caso se os mecanismos de reforço e complementação e/ou substituição dos créditos lastro dos CDCA forem acionados em periodicidade no mínimo equivalente àquela prevista para a atualização do valor nominal dos CDCA e forem capazes de reforçar ou complementar tais créditos de modo que o valor nominal deles se mantenha maior ou igual ao valor nominal atualizado dos CDCA ao longo do tempo.

Ocorre que:

(a) o CDCA é um título de crédito representativo da promessa de pagamento em dinheiro que não é condicionada ao adimplemento dos direitos creditórios vinculados. Ou seja, o CDCA não admite que o emissor alegue o não pagamento do direito creditório como forma de se escusar ao adimplemento do título. Se nada mais fosse dito em relação às características desse título poder-se-ia compará-lo a uma emissão de debênture pela qual a companhia emissora também assume uma obrigação de pagamento de forma incondicionada;

(b) o artigo 28 da Lei nº 11.076/04 não estabeleceu em que momento o valor do CDCA não poderá exceder o valor total dos direitos creditórios do agronegócio a eles vinculados, não tendo nenhuma previsão de que essa equiparação deveria ser feita durante toda a vigência da operação;

(c) o racional nesse tipo de operação é que, na data de emissão, o valor do CDCA será o montante do benefício a ser atribuído ao produtor rural. Se, posteriormente à emissão do CDCA, o valor dos direitos creditórios ficar abaixo do valor do CDCA não deveria ser exigido o eventual complemento por parte do emissor do CDCA, tendo em vista que o risco de crédito dessa emissão se baseia na capacidade de pagamento do próprio emitente do CDCA, no caso, a Vamos;

(d) a interpretação de que haveria a necessidade de completar o valor dos direitos creditórios, após a data da emissão, oneraria em demasia o emissor do CDCA, gerando, inclusive, riscos de vencimento antecipados do título, o que poderia causar prejuízos irreversíveis ao emissor do CDCA e frustrar o horizonte de investimento dos próprios investidores diretos ou indiretos desse título;

(e) os investidores do mercado de capitais demandam títulos atualizados pelo IPCA e não pelo IGP-M ou outro índice específico do agronegócio;

(f) a aplicação do artigo 42 de forma literal inviabiliza operações de CRA com lastro em CDCA corrigidas por índices de correção monetária tendo em vista que é muito difícil que os índices do mercado de capitais sejam compatíveis com os índices específicos do agronegócio; e

(g) a aplicação do artigo 28 e do 42 deveria ser dispositiva, podendo ser afastada pelas partes no caso concreto, em especial no âmbito das emissões em que a capacidade de pagamento do CDCA não está atrelada ao pagamento dos direitos creditórios vinculados, mas sim na capacidade de pagamento do emissor dos CDCA.

O Colegiado da CVM, ao avaliar o assunto, aplicou a interpretação que mais favorecia os investidores e de caráter literal, exigindo o reforço dos lastros dos CDCA de forma a manter a segurança aos investidores, conforme transcrição a seguir:



**“O que se extrai de uma interpretação mais adequada dos normativos em questão, em sua visão, é a exigência de vínculo com direitos creditórios do agronegócio que confira maior segurança aos investidores, não tendo a lei disciplinado tais instrumentos como meros títulos de crédito corporativo.** Nesse sentido, ressaltaram que a lei expressamente prevê a vinculação dos direitos creditórios aos CDCA, o penhor legal sobre tais direitos creditórios, bem como procedimento de substituição do lastro, respectivamente, em seus arts. 23, § 1º, e 32, caput e § 1º. Também há menção expressa, no item V do art. 25, da exigência de identificação dos direitos creditórios vinculados a CDCA e seus respectivos valores. Nesse sentido, apontaram que se, por um lado, a lei não exigiu o casamento perfeito entre os fluxos de pagamentos decorrentes dos direitos creditórios vinculados com os do CDCA (sendo a previsão de cessão fiduciária em garantia apenas uma faculdade, e não uma obrigação), por outro lado, a escolha do legislador em relação ao penhor de tais direitos vinculados não foi pela facultatividade, o que, inclusive, corrobora a preocupação com, no mínimo, manter uma compatibilidade de saldos devedores, ainda que não se possa extrair disso uma certeza de adimplemento.” (grifos do autor)

A decisão da CVM, ao não interpretar o dispositivo aos fins idealizados pelo legislador, inviabilizou a realização da operação e restringiu a utilização de CDCA como lastro apto de emissões de CRA. Lamenta-se essa decisão por não ter nenhum fundamento prático e afrontar o objetivo do legislador quando da criação dos CRA, pois nenhum investidor levava em consideração na análise do crédito desse CRA o fluxo de pagamento dos direitos creditórios.

### V.3-B. O Mercado de Capitais e os Incentivos Fiscais

Uma das principais características das emissões de CRA e de CRI está relacionada com o seu direcionamento para o mercado de capitais. Ou seja, os incentivos fiscais atribuídos nas emissões de CRI e de CRA são repartidos entre investidores e os participantes da operação.

A criação de incentivos fiscais para a aplicação em determinados valores mobiliários ofertados no mercado de capitais, como é o caso dos CRI e dos CRA não é nova. A legislação brasileira estabelece outros valores mobiliários sujeitos a benefícios semelhantes.

Um dos principais fundamentos desse tipo de benefício decorre da necessidade de também fomentar o mercado de capitais brasileiro. Ou seja, fomentar uma cultura de investimentos em aplicações que não sejam títulos públicos ou títulos bancários, considerando a atratividade que o incentivo fiscal concederia para esses investidores pessoas físicas.

Estudos evidenciam que quanto maior é o desenvolvimento do mercado de capitais de um país maior é o desenvolvimento da sua economia. Isso decorre, inclusive, da maior facilidade para o acesso ao crédito por parte das empresas da referida economia.

Ou seja, além de fomentar o investimento no mercado de CRI e de CRA estimula-se que esse investimento seja feito via mercado de capitais, estimulando a entrada de mais investidores nesse mercado.

Além dos incentivos existentes para aplicação em CRI e em CRA, a legislação brasileira estabelece os seguintes incentivos, conforme 3 (três) exemplos expostos a seguir.

Com o objetivo de estimular as aplicações de investidores estrangeiros em empresas brasileiras a Lei nº 11.312, de 27 de junho de 2006 atribuiu alíquota zero para os rendimentos e ganhos de capital apurados por investidores não residentes e oriundos dos FIP, desde que: (a) o investidor não residente não fosse titular de mais do que 40% (quarenta por cento) ou mais da totalidade das cotas; (b) os fundos objeto do investimento não detivesse títulos de dívida em percentual superior a 5% (cinco por cento) de seu patrimônio líquido, ressalvadas determinadas aplicações; (c) o investidor não residente não fosse residente ou domiciliado em país que não tribute a renda ou que a tribute à alíquota máxima inferior a 20% (vinte por cento).

Outra modalidade de benefício existente é prevista na Lei nº 11.478, de 29 de maio de 2007, que criou os FIP-IE, com o objetivo de fomentar investimentos em projetos de infraestrutura nas áreas de: (a) energia; (b) transporte; (c) água e saneamento básico; (d) irrigação; e (e) outras áreas tidas como prioritárias pelo Poder Executivo Federal. Para essas

aplicações a mesma isenção aplicável para os FIP-IE foram estendidas para as pessoas físicas brasileiras observadas as mesmas restrições existentes para o FIP-IE, mencionadas acima.

Por fim, a Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011, criou diversos benefícios para investidores não residentes e para investidores pessoas naturais quando do investimento em debêntures e cotas de FIDC que tenham como objetivo fomentar investimento de infraestrutura.

### V.3-C. Impactos dos Incentivos dos CRI e dos CRA para o Setor Imobiliário e para o Agronegócio

Os incentivos existentes para as emissões de CRI e de CRA beneficiam os setores imobiliários e do agronegócio, mas também beneficiam outros setores que tenham relação com os primeiros.

Em relação ao setor imobiliário os CRI podem ser usados para diversas finalidades. Veja por exemplo uma incorporadora que necessita de recursos para desenvolver novo empreendimento imobiliário. Nesse momento essa incorporadora teria como alternativa o mercado bancário ou o mercado de capitais por meio da emissão dos valores mobiliários tradicionais. Com a existência do CRI, por exemplo, abre-se a possibilidade dessa incorporadora ter acesso a uma operação de mercado de capitais com custo de captação inferior e com prazo de pagamento superior ao praticado no mercado bancário. Os CRI a serem emitidos com lastros em uma debênture de emissão da incorporadora podem ser adquiridos diretamente por investidores pessoas físicas ou ainda por fundos de investimentos imobiliários. Assim, com maior acesso a opções de crédito, e com custos mais baixos, o mercado imobiliário tem maiores possibilidade de se desenvolver.

Já para o agronegócio uma emissão de CRA pode representar para um produtor rural uma captação de recursos para viabilizar o cultivo da sua lavoura, por exemplo. Esses produtores que em alguns casos têm pouco acesso ao mercado bancário tradicional normalmente acessam crédito junto às *tradings companies*, o que nem sempre apresenta as melhores alternativas para captação de recursos. Com as emissões de CRA também abre-se a possibilidade da realização de uma operação de mercado de capitais com condições menores do que àquelas oferecidas pelas poucas instituições financeiras financiadoras do agronegócio e

ainda pelas *trading companies*. Essa operação também contribui para o desenvolvimento do agronegócio na medida que aumenta a oferta de crédito para esse setor.

No entanto, os benefícios vão além dos expostos acima. Na medida da evolução do conceito de lastro de CRI e de lastro de CRA empresas de outros setores da economia têm se utilizado desse tipo de operação para financiar suas atividades.

Para as emissões de CRI os beneficiários são as empresas que necessitam realizar investimentos no mercado imobiliário, quais sejam, investimentos em aquisições, reformas e desenvolvimento de empreendimentos imobiliários. Nesse sentido, empresas do setor farmacêutico ou de locação de veículos que necessitavam de recursos para financiar a reforma de suas lojas, ou ainda empresas do setor hospital que demandavam recursos para construção de novos hospitais, realizaram captações de recursos por meio da emissão de CRI. Ou seja, as emissões de CRI além de fomentar o desenvolvimento do mercado imobiliário também auxiliam empresas que necessitam contratar com esse setor a realizarem tais investimentos imobiliários.

Já para as emissões de CRA o beneficiário se estende para as empresas que contratam com produtores rurais, como por exemplo os setores de logística, varejo, locação de máquinas agrícolas e de restaurantes, que também acessaram o mercado de capitais via emissão de CRA.

Com pode-se ver a maior utilização dos CRA e dos CRI está mais atrelado a um financiamento corporativo e direcionado das empresas que acessam esse mercado, em decorrência exclusivamente do menor custo de captação oriundo do benefício fiscal existente, não sendo, assim, operações de securitização propriamente ditas, apesar de estarem amparadas pela legislação aplicável.

Com a edição da Lei nº 14.430/22 cria-se a possibilidade de instituir benefícios semelhantes para fomento de atividades específicas, tais como: (a) o setor educacional, de forma a ampliar o crédito para estudantes, bem como para escolas e universidades no intuito de fomentar a educação no Brasil; (b) o setor de pesquisa e de inovação, fomentando o conhecimento e o desenvolvimento de novas tecnologias; e (c) para investimentos que venham a gerar impactos positivos para o meio ambiente.

Ou seja, os títulos de crédito setoriais podem ser utilizados para fomentar determinada atividade específica a partir de incentivos previamente estabelecidos e que sejam aceitos pelo mercado de capitais brasileiro, como é o caso da experiência positiva das emissões de CRI e de CRA.



## CONCLUSÃO

Em português a palavra securitização deriva do inglês "securitization", inspirado na ideia de que estar-se-ia embutida no processo de criação de um novo "security", ou seja, criação de um novo valor mobiliário. Assim, a securitização seria o processo de criação de um novo valor mobiliário, termo coerente com a denominação dos valores mobiliários em inglês: "securities", não sendo, no entanto, a única forma pela qual esse instituto é denominado.

A securitização seria o resultado da conjugação de dois elementos: (a) a transformação de direitos ilíquidos em títulos negociáveis por um veículo de securitização, cujo o fluxo de pagamento esteja atrelado ao pagamento desses direitos ou atrelado ao cumprimento das obrigações constantes nos negócios jurídicos que tenham como objetivo transferir tais direitos para o veículo de securitização; e (b) a segregação patrimonial entre os ativos vinculados ao título de securitização e os demais ativos do veículo de securitização.

Os CRI e os CRA foram criados, em teoria, para fomentar o mercado de securitização brasileiro. No entanto, a maioria das operações existentes para esses títulos decorre de financiamentos corporativos para empresas dos respectivos setores imobiliário e do agronegócio, bem como para outras empresas que tenham relação com os referidos setores. Essa característica difere do conceito de securitização clássico que pressupõe a monetização de determinados créditos/direitos ilíquidos por parte das empresas.

Isso foi possível a partir da interpretação da Lei nº 9.514/97 e da Lei nº 11.076/04 que não vedou que esses títulos fossem lastreados em outros títulos de dívida emitidos diretamente pelas companhias securitizadoras, bem como que não vedou que os devedores dos lastros fossem empresas distintas dos setores do agronegócio e imobiliário. Essa característica tem relação com os objetivos dessas legislações que tinham como premissa fomentar o desenvolvimento do mercado imobiliário e do agronegócio, a partir da criação de um conjunto de incentivos voltados para a aquisição desses títulos de securitização.

Com os incentivos existentes ampliou-se a forma de utilização desses títulos no mercado de capitais brasileiro, abarcando além das tradicionais operações de securitização outras como perfil mais corporativo conforme citado anteriormente.

A partir da identificação de como o mercado de CRI e de CRA operava foram editadas as normas regulamentando o seu funcionamento, prevendo, inclusive, um conceito de securitização que fosse compatível com a realidade do mercado brasileiro, ainda que distinto do conceito tradicional.

A intenção do legislador e da CVM na edição das legislações existentes hoje (Lei nº 14.430/22 e na Resolução CVM 60) não seria a de restringir a utilização desses títulos a partir da criação de normativos que restringisse os tipos de lastros passíveis de serem utilizados. Pelo contrário, a intenção foi a de, a partir do reconhecimento da realidade prática desse mercado, regulamentar as suas operações para fins de fomentar ainda mais o seu crescimento.

Assim, pode-se dizer que o conceito de securitização brasileiro difere do conceito tradicional de securitização. Ainda, aproximadamente 70% (setenta por cento) das operações de CRI e de CRA não necessariamente representam operações de securitização considerando o conceito clássico.

Nesse sentido, pode-se dizer que a securitização setorial relacionada às emissões de CRI e de CRA, está relacionada a uma escolha por parte do legislador de fomentar os setores imobiliários e do agronegócio, por meio do aumento da oferta de crédito.

E esse oferta de crédito dar-se-á por diversas formas. Seja pela concessão de crédito direto para empresas dos setores imobiliários e do agronegócio. Bem como para empresas de setores distintos mas que, de alguma forma, têm negócios relacionados aos referidos setores incentivados. Pois o enquadramento das emissões de CRI e de CRA está atrelada ao cumprimento do objetivo de fomento dos setores imobiliários e do agronegócio, independente de quem seja o devedor final do lastro.

Para o setor imobiliário o foco principal é o de fomentar a aquisição, “produção” e a “comercialização” de imóveis, nas mais variadas formas. Ou seja a partir da possibilidade que



empresas têm a possibilidade de captar recursos mais atrativos para as atividades acima estar-se-ia fomentando o mercado imobiliário.

Já para o agronegócio o foco é o produtor rural, ou seja, fomentar o desenvolvimento das suas atividades por meio de algum benefício oriundo das emissões de CRA. Esse benefício pode estar traduzido na concessão de crédito direto, bem como na “facilitação” de que o produtor rural comercialize seus produtos com empresas terceiras que venha a acessar o mercado de capitais por meio da emissão de CRA.

Com a edição da Resolução CVM 60 e da Lei nº 14.430/22 espera-se daqui para frente: (a) amadurecimento da atividade de securitizadora, nova espécie de companhia aberta; e (b) novos debates em relação a novas estruturas de securitização, bem como em relação a ampliação dos benefícios existentes para as emissões de CRA e de CRI para títulos de securitização de outros setores da economia.

Em relação às companhias securitizadoras o desafio será:

(a) para a CVM o de aprimorar a regulamentação e fiscalizar uma companhia aberta que difere totalmente da companhia aberta tradicional, na medida em que, na essência, a securitizadora é um prestador de serviço que não responsável final pelo adimplemento das emissões de CRI e de CRA; e

(b) para os demais participantes do mercado o reconhecimento de que essa atividade é fundamental para o sucesso das emissões de securitização.

Ainda, no que se refere a novas estruturas de securitização o desafio será:

(a) para o mercado a criação e implementação de operações de securitização que ao mesmo tempo aumentem a oferta de crédito para as empresas tomadoras e transmitam segurança e credibilidade para o investidores; e

(b) para a CVM e demais reguladores o de fiscalizar esse mercado novo e com potencial grande para estruturas inovadoras.



## BIBLIOGRAFIA

- ABRÃO, Carlos Henrique. *Agronegócio e títulos rurais*. São Paulo: Thonson-IOB, 2006.
- ALMEIDA, Amador Paes de. *Teoria e prática dos títulos de crédito*. 20. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Saraiva, 2001.
- ARAÚJO, Massilon J. *Fundamentos de Agronegócios*. 4ª ed. São Paulo: Atlas, 2013.
- ASCARELLI, Tullio. *Teoria geral dos títulos de crédito*. Campinas, SP: Servanda, 2013.
- ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado financeiro*. 7ª ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- BACHA, Edmar Lisboa, OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo (organizadores). *Mercado de Capitais e Crescimento Econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*. Rio de Janeiro/São Paulo: Contra Capa Livraria/ANBID. 2007.
- BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo (organizadores). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação, alongamento*. Rio de Janeiro/São Paulo: Contra Capa Livraria/ANBID. 2007.
- BARRETO FILHO, Oscar. *O crédito no direito*. Revista dos Tribunais, São Paulo: RT 315/431, jan. 1962.
- BATALHA, Wilson de Souza Campos. *Títulos de Crédito: Doutrina e Jurisprudência*. Rio de Janeiro: Forense, 1989.
- BORGES, João Eunápio. *Títulos de Crédito*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1976.
- \_\_\_\_\_, *Do aval*. 4. ed. São Paulo: Forense, 1975.
- BOYER, Robert. *A Teoria da Regulação. Uma Análise Crítica*. São Paulo: Nobel, 1990.
- BULGARELLI, Waldirio. *Os valores mobiliários brasileiros como títulos de crédito*. Revista de Direito Mercantil, n. 37, jan-mar/1980, p. 94-112.
- \_\_\_\_\_. *Títulos de crédito*. 17. ed. atual. São Paulo: Atlas, 2001.
- BURANELLO, Renato M. *Sistema Privado de Financiamento do Agronegócio – Regime Jurídico*. 2ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011.
- \_\_\_\_\_. *Manual do direito do agronegócio*. São Paulo: Saraiva, 2013.
- \_\_\_\_\_. *Novos títulos para o financiamento do agronegócio*. São Paulo: Revista de direito mercantil, n. 137, jan-mar/2005, p. 159-169.
- \_\_\_\_\_. *Securitização do Crédito como Tecnologia para o Desenvolvimento do Agronegócio. Proteção Jurídica do Investimento Privado*. 2015. Tese de Doutorado. Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP).

- CAMINHA, Unie. *Securitização*. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 2007.
- CAMPOS, Diogo Leite de; PINTO, Cláudia Saavedra. *Créditos futuros, titularização e regime fiscal*. Coimbra: Almedina, 2007.
- CANTIDIANO, Luiz Leonardo; MUNIZ, Igor (organizadores). *Temas de direito bancário e do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2014.
- CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002.
- \_\_\_\_\_, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, v-1, São Paulo: Saraiva, 2002.
- CERQUEIRA, Bruno Saraiva Pedreira. “*Os Títulos de Crédito do Agronegócio: Um Estudo à Luz da Teoria Geral dos Títulos de Crédito e à Luz da Regulamentação do Mercado Financeiro e de Capitais*”, 2016. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo.
- CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio Fiduciário*. 4ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2009.
- CHAVES, Natália Cristina. *Direito empresarial: securitização de crédito*. Belo Horizonte: Del Rey, 2006.
- COX, James D., HILLMAN, Robert W., LANGEVOORT, Donald C. *Securities Regulation: cases and materials*. 5ª ed. Nova Iorque: Aspen Publishers, 2006.
- DAVIS, John H.; GOLDBERG, Ray. A. A Concept of Agribusiness. New York: Alpine, 1957. P. 136.
- DE LUCCA, Newton. Aspectos da teoria geral dos títulos de crédito. São Paulo: Pioneira, 1979.
- DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella (organizadora). *Direito Regulatório. Temas Polêmicos*. 2ª ed. Belo Horizonte: Forum, 2004
- SANTOS, Márcia Walquiria Batista dos (coord.). *Direito do agronegócio*. Belo Horizonte: Fórum, 2005.
- EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais Regime Jurídico*. 2 ed. Revista e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.
- FERNANDES, Jean Carlos (Coordenador). *Títulos de crédito: Homenagem ao Professor Wille Duarte Costa*. Belo Horizonte: Del Rey, 2011.
- FERREIRA, Amadeu José. *Valores mobiliários escriturais: um novo modo de representação e circulação de direitos*. Coimbra: Almedina, 1997.
- FRONTINI, Paulo Salvador, *Títulos de Crédito e Títulos Circulatórios: Que Futuro a Informática lhes Reserva? Rol e Funções à Vista de sua Crescente Desmaterialização*. Revista dos Tribunais, nº 730, 1996, p. 50-67

- GAGGINI, Fernando Schwarz. *Securitização de recebíveis*. São Paulo: Liv. E Ed. Universitária de Direito, 2003.
- GASQUES, José Garcia. *Novas fontes, propostas e experiências de financiamento rural*. Texto para discussão n. 392. Brasília: IPEA, 1995.
- GORGA, Érica; SICA, Ligir Paula Pinto (coordenadores). *Estudos avançados de direito empresarial: títulos de crédito*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.
- HILDEBRAND, Lucas Fajardo Nunes. *Patrimônio, Patrimônio Separado ou Especial, Patrimônio Autônomo*. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coord). *Direito Societário Contemporâneo I*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 273 e 274.
- KRELING, Miguel A. *Shadow Banking e Risco Sistêmico*. Revista de Direito Empresarial. Ano 3, vol. 9, maio-jun/2015, p. 191-219.
- MARCONDES, Sylvio. *Problemas de Direito Mercantil*. São Paulo: Max Limonad. 1970.
- MARTINS, Fran. *Títulos de Crédito*. 15ª edição. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2010
- MAXIMILIANO, Carlos. *Hermenêutica e Aplicação do Direito*. 20ª ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2011.
- MENDES, Judas Tadeu Grassi. *Agronegócio: uma abordagem econômica*. São Paulo: Pearson-Prentice Hall, 2007.
- MESSINEO, Francesco. *I Titoli di Credito*, Pádua, 2 vols, 1964
- NORONHA NAJJARIAN, Ilene Patrícia de. *Securitização de Recebíveis Mercantis*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.
- ODITAH, Fidelis. *Selected issues in securitization*. In: *The future for the global securities market: legal and regulatory aspects*. Oxford: Clarendon Press, 1996. P. 84.
- OLIVEIRA, Marcos Cavalcante de. *Moeda, juros e instituições financeiras – regime jurídico*. Rio de Janeiro: Forense, 2009.
- OPITZ, Silvia C.B.; OPITZ, Oswaldo. *Curso Completo de Direito Agrário*. 6ª ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2012.
- ROSA JUNIOR, Luiz Emygdio F., *Títulos de Crédito* 6ª edição. Rio de Janeiro, Renovar, 2009.
- PATRÍCIO, Patrícia de Moraes. *Títulos de crédito: Relativização dos princípios*. Brasília: Fortium, 2006.
- PENTEADO JR., Cassio M.C. *A afetação do patrimônio como exceção ao princípio de sua universalidade – conteúdo jurídico e efeitos*. Revista de Direito Bancário do Mercado de Capitais e da Arbitragem, ano 5, nº 16, abril-junho de 2002, p. 102-111.
- PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil. Vol. IV – Direitos Reais*. Rio de Janeiro, Forense, 2007.

- QUEIROZ, João Eduardo Lopes; SANTOS, Márcia Walquiria Batista dos (coordenadores). *Direito do Agronegócio*. 2ª ed. Belo Horizonte. Editora Fórum, 2011.
- REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial. Volume 2*. 25ª ed. São Paulo: Saraiva, 2007.
- RIBEIRO JUNIOR, JOSÉ ALVES. *Securitização de Recebíveis: elementos constitutivos no direito brasileiro*. 1ª Edição. São Paulo, Thomson Reuters, 2020.
- RIZZARDO, Arnaldo. *Curso de direito agrário*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2013.
- SADDI, Jairo. *Crédito e judiciário no Brasil: uma análise de Direito & Economia*. São Paulo: Quartier Latin, 2007.
- SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário*. São Paulo: Atlas, 2007.
- SAVOIA, José Roberto Ferreira. Coordenador, *Agronegócio no Brasil: Uma Perspectiva Financeira*. 1ª ed. São Paulo: Saint Paul, 2011
- SILVA, João Calvão da. *Titul[ariz]ação de créditos: securitization*. Coimbra: Almedina, 2005.
- VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Curso de Direito Comercial 4. Tomo 1- Fundamentos da Teoria Geral dos Contratos*. São Paulo: Malheiros, 2011.
- YAZBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.
- \_\_\_\_\_. Critérios materiais para a regulação das atividades financeiras – dos riscos negociáveis à sociedade de risco. Tese (doutorado). Universidade de São Paulo, São Paulo. P.103.
- ZYLBERSZTAJN, Décio (coord). *Estudos de caso em agribusiness*. Porto Alegre: Ortiz, 1993.
- \_\_\_\_\_, SZTAJN, Rachel (organizadores). *Direito e Economia*. São Paulo: Elsevier, 2005.
- ZUIN, LUÍS FERNANDO SOARES; QUEIROZ, Timóteo Ramos Queiroz. *Agronegócio: gestão e inovação*. São Paulo: Saraiva, 2006.