



**LLM – Direito dos Mercados Financeiros e de Capitais**

**Tatiana Scarparo Araujo**

**CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIO E DO AGRONEGÓCIO:**

**Discussão e definição do conceito do lastro do recebível**

**São Paulo**

**2017**

**Tatiana Scarparo Araujo**

**CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIO E DO AGRONEGÓCIO:**

**Discussão e definição do conceito do lastro do recebível**

Monografia apresentada ao Programa de LLM - Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais do Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa, como parte dos requisitos para a obtenção do título de pós-graduação em Direito

**Áreas de concentração:** Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais

**Orientadora:** Prof.<sup>a</sup> Pamela Gabrielle Romeu Gomes Roque

**São Paulo**

**2017**

Araujo, Tatiana Scarparo

**CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIO E DO AGRONEGÓCIO:**

Discussão e definição do conceito do lastro do recebível

Tatiana Scarparo Araujo – São Paulo 2017.

Monografia (Pós-graduação Lato Sensu em Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais – LLM) – Insper, 2017.

Orientadora: Prof.<sup>a</sup> Pamela Gabrielle Romeu Gomes Roque

1.Mercado de Capitais; 2.Certificado de Recebíveis Imobiliários; 3.Certificado de Recebíveis do Agronegócio.

**Tatiana Scarparo Araujo**

**CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIO E DO AGRONEGÓCIO:**

**Discussão e definição do conceito do lastro do recebível**

Monografia apresentada ao Programa de LLM - Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais do Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa, como parte dos requisitos para a obtenção do título de pós-graduação em Direito

Áreas de concentração: Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais

**DATA DE APROVAÇÃO:** \_\_ / \_\_ / \_\_\_\_

**AVALIADOR(A):** \_\_\_\_\_

## Resumo

O presente estudo tem como principal objetivo discorrer sobre as emissões e as principais discussões que envolvem os títulos de valores mobiliários denominados certificado de recebíveis.

Estes títulos podem ainda ser sub-classificados em duas classes, os imobiliários e do agronegócio, também conhecidos como: Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRIs) e Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRAs), e tem como objetivo financiar o mercado imobiliário e do agronegócio brasileiro, respectivamente, via mercado de capitais.

Neste ponto, cabe desde já explicar que as discussões sobre o assunto de CRIs e CRAs se limitará ao conceito dos títulos e a principal discussão sobre o conceito do que é considerado os lastros, tanto imobiliário como do agronegócio, das emissões.

Ao longo do estudo será realizado um paralelo entre as emissões de CRIs e CRAs, pontuando as principais características, principais evoluções sobre a questão do lastro, assim como exemplos práticos que ocorreram no mercado.

**Palavras chave:** 1.Mercado de Capitais; 2.Certificado de Recebíveis Imobiliários; 3.Certificado de Recebíveis do Agronegócio.

## **Abstract**

The present article proposes discourse about the emissions and the main discussions involving securities called “*Certificado de Recebíveis*”

These securities can still be sub-classified into two classes: real estate and agribusiness. Also known as CRI e CRA, aim to finance the Brazilian real estate and agribusiness market, respectively, by capital markets.

At this point, it is important to explain that the discussions on the subject of CRIs and CRAs will be limited to the concept of securities and the main discussion on the concept of what is considered the real estate and agribusiness bills of emissions.

Throughout the study will be a parallel between CRIs and CRAs’s emissions, noting the main characteristics, main developments on the issue of ballast, as well as practical examples that have occurred in the market.

**Keywords:** 1.Capital Market; 2.*Certificado de Recebíveis Imobiliários*; 3.*Certificado de Recebíveis do Agronegócio*.

## **Lista de Ilustrações**

Ilustração 01 – Fluxograma de emissão de CRI .....	19
Ilustração 02 - Títulos Privados e Aplicação na Cadeia Agroindustrial .....	21
Ilustração 03 – Fluxograma de emissão de CRA .....	22
Ilustração 04 – Sistema ou Cadeia Agroindustrial .....	33

## Lista de Gráficos

Gráfico 01 – Evolução e Projeção da Taxa Selic .....	24
Gráfico 02 – Saldo de Estoque de CRI na CETIP (em R\$ milhões) .....	25
Gráfico 03 – Saldo de Estoque de CRA na CETIP (em R\$ milhões) .....	25
Gráfico 04 – Emissões de CRI e CRA – Montante (em R\$ milhões) .....	28



## **Lista de Abreviaturas e Siglas**

**B3:** B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) – união da BM&F Bovespa e CETIP.

**BACEN:** Banco Central do Brasil

**BCB:** Banco Central do Brasil

**BM&F Bovespa:** Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo

**BTS:** Contrato *Built to Suit*

**CCB:** Cédula de Crédito Bancário

**CCI:** Cédula de Crédito Imobiliário

**CDA:** Certificado de Depósito Agropecuário

**CDCA:** Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio

**CETIP:** Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos

**CRA:** Certificado de Recebível do Agronegócio

**CRI:** Certificado de Recebível Imobiliário

**CVM:** Comissão de Valores Mobiliários

**FIDC:** Fundo de Investimento em Direito Creditório

**LCA:** Letra de Crédito do Agronegócio

**LCI:** Letra de Crédito Imobiliário

**SFH:** Sistema Financeiro de Habitação

**SPE:** Sociedade de Propósito Específico

**SER:** Superintendência de Registro de Valores Mobiliários da CVM

**WA:** Warrant Agropecuário

## Sumário

1. Introdução.....	12
2. Certificado de Recebíveis Imobiliários .....	16
3. Certificado de Recebíveis do Agronegócio .....	21
4. Mercado de CRIs e CRAs.....	24
5. Definição de lastro de CRIs e CRAs .....	29
6. Exemplos práticos .....	35
a. Caso CRA Burger King .....	35
b. Caso CRI Rede D’or.....	37
c. Caso CRI Cyrela .....	38
7. Conclusão .....	40
Referências .....	42
Obras complementares .....	46
Anexo I – Termos e Condições CRI.....	48
Anexo II – Termos e Condições CRA .....	52

## 1. Introdução

O financiamento via securitização de recebíveis no Brasil é composto por três tipos de ativos: os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRAs) e as cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs).

Segundo Fernando Gaggini:

*“consiste a securitização de recebíveis em uma operação na qual uma empresa, que chamaremos de originadora, transfere créditos para uma outra empresa, que chamaremos de securitizadora, constituída especificamente para a execução deste projeto. Essa empresa adquirirá os créditos da originadora e, tendo-os por lastro, emitirá títulos e valores mobiliários, que serão ofertados publicamente no mercado de capitais. Com os recursos obtidos por meio desta oferta pública e títulos e valores mobiliários, a securitizadora pagará à originadora pelos créditos a ela cedidos.” (...)*

Já Frank Fabozzi et al, definem securitização como:

*“uma prática do mercado de capitais, onde uma empresa vende ativos que geram fluxo de caixa para uma entidade criada especificamente para este fim, que emitirá notas promissórias lastreadas naqueles fluxos de caixa.” (...)*

Em síntese, a securitização consiste na emissão de títulos, tendo como fonte de pagamento o fluxo gerado pelo crédito.

Apesar do processo de securitização no Brasil tenha sido constituído na década de 90 com as Sociedades de Propósito Específicos (SPEs), a securitização de recebíveis começou a crescer de maneira mais significativa após a regulamentação dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) no ano de 2001, com a Instrução CVM nº356, de 17 de dezembro de 2001 (“Instrução CVM nº356/01”), no qual implementava as

vantagens tributárias do ativo a partir da constituição e regulamentação do funcionamento dos FIDCs.

No âmbito deste trabalho, iremos focar apenas nos Certificados de Recebíveis Imobiliários e do Agronegócio.

Os Certificados de Recebíveis, tanto imobiliário como do agronegócio, são considerados pela Comissão de Valores Imobiliários (CVM), autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, títulos de valores mobiliários, o que implica uma mudança significativa na forma como esses títulos devem ser tratados, ofertados e negociados no mercado.

O conceito de valor mobiliário é um tema bastante relevante e polêmico para o mercado financeiro e de capitais brasileiro. A Lei nº6.385, de 07 de setembro de 1976 (“Lei nº6.385/76”), no qual dispõe sobre o mercado de valores mobiliários, utilizou um conceito bastante restrito para definir o conceito de valor mobiliário, limitando, dessa maneira, as características que seriam referência para caracterização dos títulos.

*Art . 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:*

*I - as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição;*

*II - os certificados de depósito de valores mobiliários;*

*III - outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional.*

*Parágrafo único - Excluem-se no regime desta Lei:*

*I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;*

*II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.*

Com o decorrer do tempo, foi incluído uma lista de novos valores mobiliários no qual poderiam ser considerados, mas devido a evolução do mercado, e a constante criação de novos produtos financeiros, títulos e contratos de investimento, esta solução não perdurou por muito tempo.

Dessa maneira, foi editada a Medida Provisória nº 1.637, de 08 de janeiro de 1998 (“MP nº1.637/98”), no qual conceituou o valor mobiliário de forma mais ampla e genérica, com a intenção de abranger a maior parte dos produtos existentes e que poderiam ser criados. Segundo esta definição:

*“constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, quando ofertados publicamente, os títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros”.*

Foi a partir desta definição da MP nº1.637/98 que a Lei nº10.303, de 31 de outubro de 2001 (“Lei nº10.303/01”) incorporou o conceito mais amplo sobre valores mobiliários, que atualmente vigora com a seguinte redação:

*“Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:*

*I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;*

*II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;*

*III - os certificados de depósito de valores mobiliários;*

*IV - as cédulas de debêntures;*

*V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;*

*VI - as notas comerciais;*

*VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;*

*VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e*

*IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.*

*§ 1o Excluem-se do regime desta Lei:*

*I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;*

*II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.”*

Dessa maneira, é possível concluir que são valores mobiliários: (i) todos os listados nos incisos I ao VIII do artigo 2º da Lei nº6.385/76; (ii) quaisquer outros criados por lei ou regulamentação específica, como os certificados de recebíveis (CRIs e CRAs), que se enquadrem no inciso IX da Lei, conforme citado acima.

## 2. Certificado de Recebíveis Imobiliários

Os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) foram instituídos no Brasil pela Lei nº9.514, de 20 de novembro de 1997 (“Lei nº9.514/97”), na qual dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário brasileiro (SFI). A criação do SFI foi um passo muito importante para permitir o acesso ao mercado de capitais pelas construtoras, incorporadoras e instituições financeiras originadoras de financiamentos imobiliários. Apesar da Lei limitar o mecanismo de concessão de financiamentos imobiliários, esta criou e definiu os CRIs, além de prever o funcionamento das companhias securitizadoras, disciplinar o instituto de alienação fiduciária de bem imóvel, regulamenta a cessão fiduciária de direito creditórios advindos da comercialização de imóveis e o regime fiduciário dos créditos relacionados a títulos objeto de securitização.

Em relação à natureza jurídica do CRI, tem-se a conceito exposto pela própria Lei nº9.514/97, em seu artigo 6º e 7º:

*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. Parágrafo único. O CRI é de emissão exclusiva das companhias securitizadoras.*

*Parágrafo único. O CRI é de emissão exclusiva das companhias securitizadoras.*

*Art. 7º O CRI terá as seguintes características:*

*I - nome da companhia emitente;*

*II - número de ordem, local e data de emissão;*

*III - denominação "Certificado de Recebíveis Imobiliários";*

*IV - forma escritural;*



*V - nome do titular;*

*VI - valor nominal;*

*VII - data de pagamento ou, se emitido para pagamento parcelado, discriminação dos valores e das datas de pagamento das diversas parcelas;*

*VIII - taxa de juros, fixa ou flutuante, e datas de sua exigibilidade, admitida a capitalização;*

*IX - cláusula de reajuste, observada a legislação pertinente;*

*X - lugar de pagamento;*

*XI - identificação do Termo de Securitização de Créditos que lhe tenha dado origem.*

Assim, de uma maneira mais prática e do ponto de vista financeiro, CRIs são definidos como uma operação de promessa de pagamento pela qual os créditos imobiliários são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, em um prazo compatível com as características do financiamento e mediante um Termo de Securitização de Créditos lavrado por uma instituição não financeira denominada companhia securitizadora. Estas companhias securitizadoras, são instituições constituídas sob a forma de sociedade por ações e têm por finalidade a aquisição e securitização desses direitos e a emissão e colocação de Certificados de Recebíveis.

Exemplificando este ponto acima, Jean Carlos Fernandes esclarece:

*“Não obstante assumo a forma escritural, o CRI é vinculado ao Termo de Securitização de Crédito (papelizado), lavrado por uma companhia securitizadora, do qual constarão: I- 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 em que esteja registrado e respectiva matrícula, bem*

*como a indicação do ato pelo qual o crédito foi cedido; III- a identificação dos títulos emitidos; e III- a constituição de outras garantias de resgate dos títulos da série emitida, se for o caso.”*

Adicionalmente, as operações no mercado primário e secundário dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), são necessariamente registradas em sistema centralizado de custódia e liquidação de títulos privados, o que propicia uma maior segurança e transparência para os investidores.

Compreende-se como principais vantagens do CRI para o emissor: (i) promoção de liquidez dos ativos que seriam de baixa liquidez no mercado; (ii) acesso a um novo mercado e novos perfis de investidores; (iii) menor custo de captação para a empresa; (iv) financiamento de longo prazo, no qual há um maior casamento entre prazo de ativo e passivo; (v) diversificação das fontes de financiamento do emissor sem, necessariamente, aumentar a alavancagem desta.

Segundo Fernando Pinheiro:

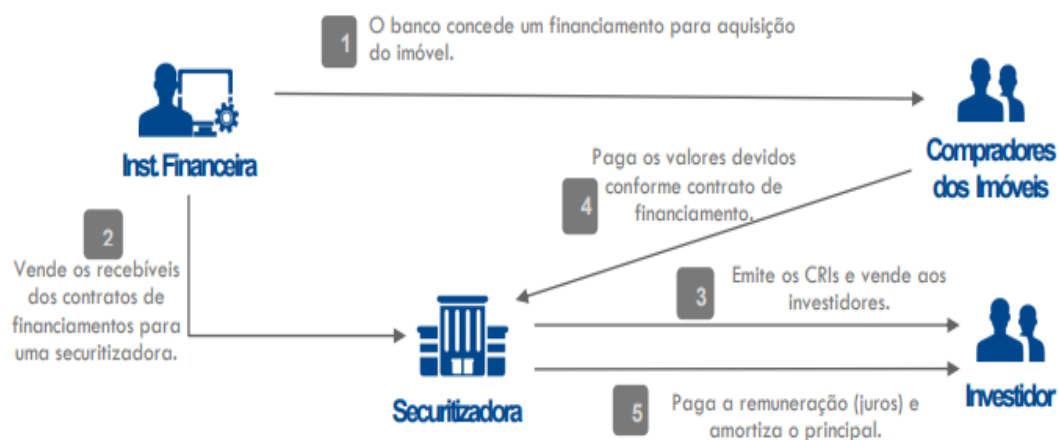
*“A securitização possibilita ao cedente uma nova linha de crédito, além de melhorar sua liquidez e seu índice de endividamento, melhorando desta forma a sua bancabilidade no mercado financeiro.” (...)*

Já para os investidores, os CRIs promovem: (i) o alto índice de rentabilidade; (ii) a isenção de Imposto de Renda para investidor pessoa física; (iv) possibilidade de investimento em operações customizadas; (iii) além de ser uma opção de investimento interessante uma vez que proporciona uma mobilização do crédito, segura, eficiente e transparente devido a fiscalização e regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários no qual os certificados devem seguir.

A seguir é apresentado o fluxograma de uma estrutura típica de um CRI para exemplificar o fluxo dos recebíveis em uma emissão:

## Ilustração 01 – Fluxograma de emissão de CRI

### Fluxo de Emissão de um CRI Lastreado em Recebíveis de Financiamentos Imobiliários Realizado por Instituição Financeira



Fonte: B<sup>3</sup> - Brasil, Bolsa e Balcão

Para resumir a definição dos Certificados de Recebíveis Imobiliários, vale ressaltar a legislação e a regulamentação pertinente a este ativo:

- Lei nº10.406/2002 (Código Civil)

- Lei nº6.385/1976

- Lei nº9.514/1997

- Lei nº10.931/2004,

- Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nº400/2003

- Instrução Normativa da CVM nº414/2004
  
- Instrução Normativa da CVM nº476/2009
  
- Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) nº2.686/2000.

### 3. Certificado de Recebíveis do Agronegócio

Após a constituição do Sistema Nacional de Crédito Rural, em 1966, as políticas públicas insistiram no modelo de grande intervenção governamental e que foi representado pela pequena evolução e operacionalidade dos títulos de financiamento rural instituídos pelo Decreto-Lei nº167, de 14 de fevereiro de 1967 (“Decreto-Lei nº167/67”). Mas foi apenas com a edição da Lei nº11.076, de 30 de dezembro de 2004 (“Lei nº11.076/04”) que novos títulos de crédito rural foram criados, no sentido de maximizar a captação de recursos privados ao setor.

Dessa maneira, a Lei nº11.076/04, regulou cinco novos títulos de financiamento ao agronegócio, sendo eles: Certificado de Depósito Agropecuário (CDA); Warrant Agropecuário (WA); Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA); Letra de Crédito do Agronegócio (LCA) e Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA).

A ilustração a seguir demonstra cada um dos títulos acima descritos as aplicações concedida a eles na cadeia agroindustrial:

Ilustração 02 - Títulos Privados e Aplicação na Cadeia Agroindustrial

<b>Produção</b>	<b>Comercialização &amp; Armazenamento</b>	<b>Financiamento</b>
<b>CPR</b> <b>Emissores:</b> ✓ Produtores Rurais ✓ Associações ✓ Cooperativas	<b>CDA / WA</b> <b>Emissores:</b> ✓ Armazéns Agropecuários  <b>CDCA</b> <b>Emissores:</b> ✓ Cooperativas ✓ Agroindústrias	<b>LCA</b> <b>Emissores:</b> ✓ Instituições Financeiras  <b>CRA</b> <b>Emissores:</b> ✓ Securitizadoras Agro

Fonte: Palestra “Desenvolvimento, Conceito e Regime Jurídico do Agronegócio - Fontes e Sistema de Financiamento” – Dr. Renato Buranello

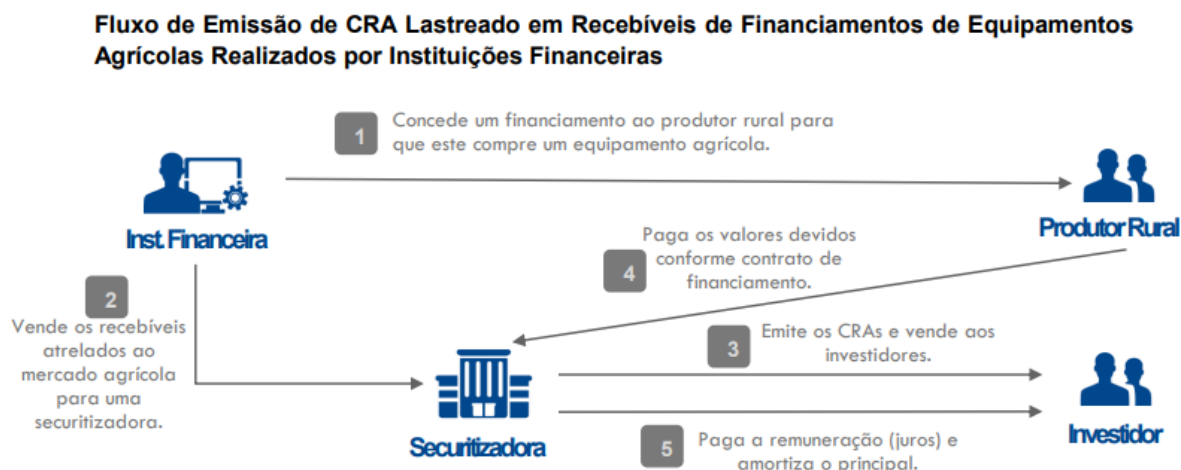
Centralizando no objetivo deste estudo, os Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRAs), assim como os CRIs, são instrumentos de captação de empresas, que geram para o investidor um direito financeiro de crédito, ou seja, o mesmo terá direito a receber uma remuneração (denominado juros) e são emitidos de forma escritural e definidos por um Termo de Securitização lavrados por uma companhia securitizadora.

Do ponto de vista do emissor, o CRA é uma forma de financiamento do mercado do agronegócio e é emitido com lastro em recebíveis originados de negócios entre produtores rurais, ou suas cooperativas e terceiros, sendo esses financiamentos ou empréstimos relacionados à produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na produção agropecuária.

Compreende-se como principais vantagens, tanto para emissor como para investidor, as mesmas listadas aos CRIs descritas acima.

A seguir é apresentado o fluxograma de uma estrutura típica de um CRI para exemplificar o fluxo dos recebíveis em uma emissão:

Ilustração 03 – Fluxograma de emissão de CRA



Fonte: B<sup>3</sup> - Brasil, Bolsa e Balcão

Assim como nos CRIs, para resumir a definição dos Certificados de Recebíveis Imobiliários, vale ressaltar a legislação e a regulamentação pertinente a este ativo:

- Lei nº2.666/55

- Lei nº5.709/71

- Lei nº8.929/94

- Lei nº9.973/00

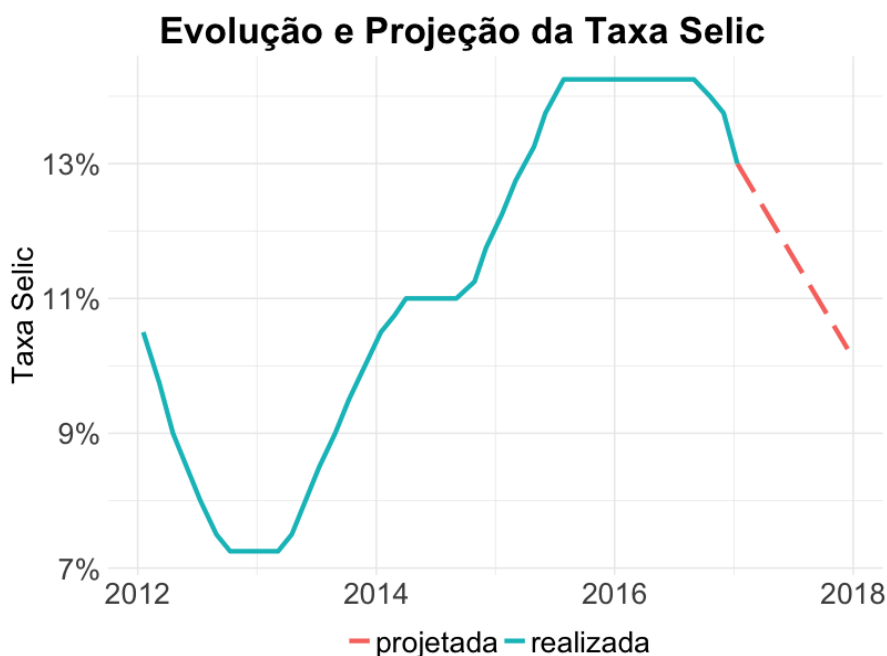
- Lei nº11.076/04

- Instrução CVM nº422/05

#### 4. Mercado de CRIs e CRAs

Em um cenário econômico de taxas de juros decrescentes, conforme esta sendo projetado para 2017 (vide gráfico abaixo), será inevitável o aumento dos investimentos no mercado de securitização devido a otimização do retorno ajustado ao risco.

Gráfico 01 – Evolução e Projeção da Taxa Selic



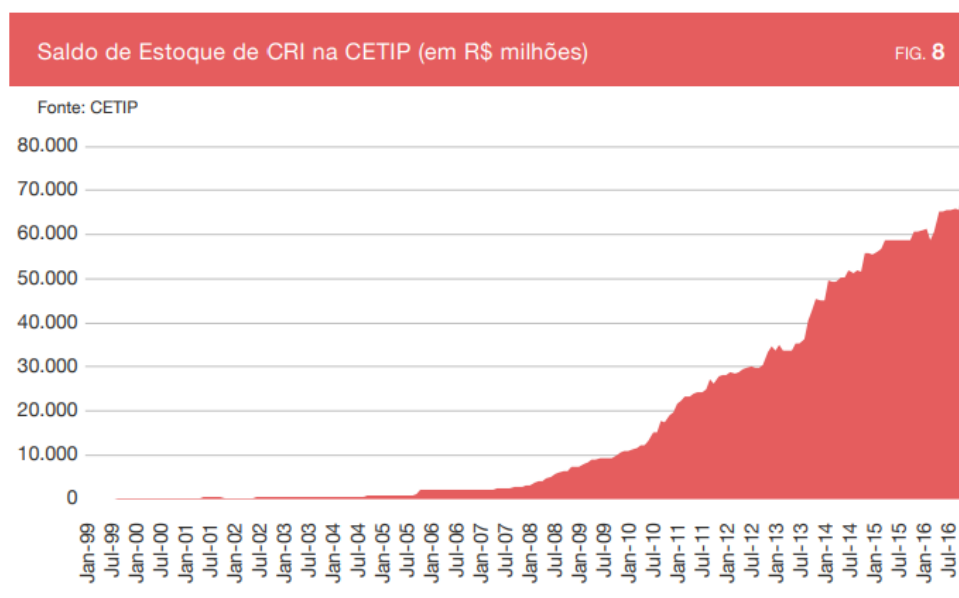
Fonte: Relatório Focus – Banco Central do Brasil

Além disso, o mercado de securitização proporciona conseguem atender o mercado de uma forma mais diversificada e customizada as demandas dos investidores em uma economia de forte recessão.

O aumento das emissões de CRI é claramente observado no mercado, em 2016 o estoque de CRI cadastrado na CETIP alcançou a cifra de R\$ 73,6 bilhões, um aumento de 21% comparado com o ano anterior. Conforme demonstrado no gráfico abaixo, o estoque de CRI vem aumentando a cada ano.



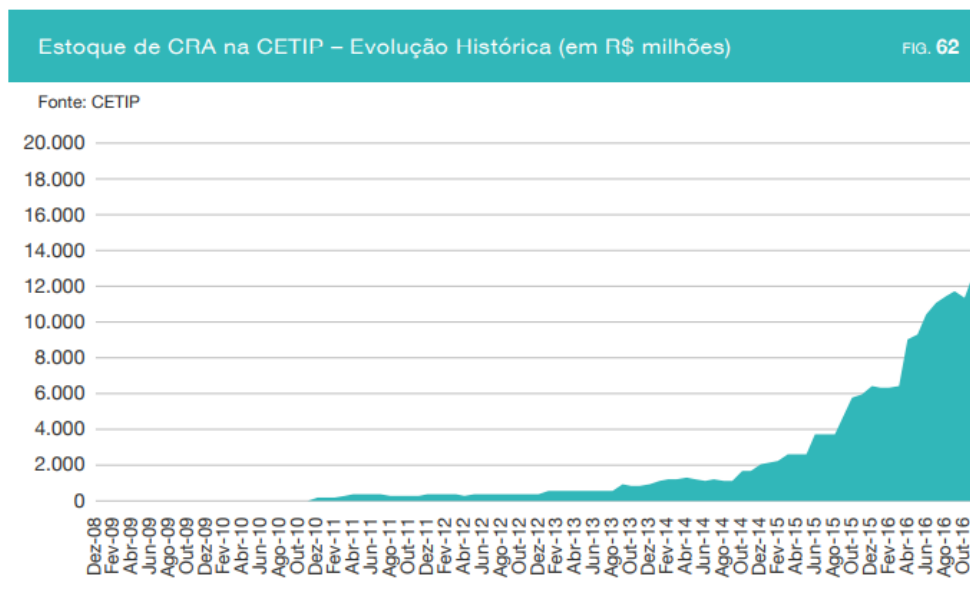
Gráfico 02 – Saldo de Estoque de CRI na CETIP (em R\$ milhões)



Fonte: UQBAR

O mesmo movimento de aumento do nível de estoques pode ser visto de maneira exponencial nas emissões de CRAs. Apesar de ser um título criado mais recentemente, os CRAs têm observado um grande aumento de emissões, inclusive nos últimos dois anos.

Gráfico 03 – Saldo de Estoque de CRA na CETIP (em R\$ milhões)



Fonte: UQBAR

As operações de Certificado de Recebíveis do Agronegócio, tiveram o maior destaque nas emissões nos últimos anos. O constante crescimento vem aumentando a cada ano, e atingiu um aumento de 177% (cento e setenta e sete por cento) no ano de 2016, sendo emitidos um montante de, aproximadamente, R\$ 14 milhões.

Um dos motivos para o aumento do montante de emissões de CRA é que as emissões vêm sendo acessadas por um maior número de empresas da cadeia do agronegócio, principalmente as de grande porte. Esse perfil de CRA, denominado corporativo, são aquelas que possuem risco de crédito único, do próprio emissor. Este ponto está diretamente relacionado ao recente posicionamento do órgão regulador do ativo, CVM, no qual estabelece amplia os limites do que é considerado um direito creditório do agronegócio para compor lastro das operações.

Adicionalmente, do ponto de vista do investidor, o incentivo da isenção do imposto de renda nos rendimentos do CRA para pessoa física tem beneficiado este tipo de operação, aumentando e pulverizando a distribuição do ativo, além da questão de estrutura mais simplificada e fácil entendimento.

A Lei 11.033/04 define que:

*“Art. 3º Ficam isentos do imposto de renda:*

*I - os ganhos líquidos auferidos por pessoa física em operações no mercado à vista de ações nas bolsas de valores e em operações com ouro ativo financeiro cujo valor das alienações, realizadas em cada mês, seja igual ou inferior a R\$ 20.000,00 (vinte mil reais), para o conjunto de ações e para o ouro ativo financeiro respectivamente; 12*

*II - na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas, a remuneração produzida por letras hipotecárias, certificados de recebíveis imobiliários e letras de crédito imobiliário.*

*III - na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas, os rendimentos distribuídos pelos Fundos de Investimento Imobiliários cujas quotas sejam admitidas à negociação exclusivamente em bolsas de valores ou no mercado de balcão organizado. (Incluído pela Lei nº 11.196, de 2005)*

*IV - na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas, a remuneração produzida por Certificado de Depósito Agropecuário - CDA, Warrant Agropecuário - WA, Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio - CDCA, Letra de Crédito do Agronegócio - LCA e Certificado de Recebíveis do Agronegócio - CRA, instituídos pelos arts. 1º e 23 da Lei nº 11.076, de 30 de dezembro de 2004; (Incluído pela Lei nº 11.311 de 2006)*

*V - na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas, a remuneração produzida pela Cédula de Produto Rural - CPR, com liquidação financeira, instituída pela Lei nº 8.929, de 22 de agosto de 1994, alterada pela Lei nº 10.200, de 14 de fevereiro de 2001, desde que negociada no mercado financeiro. (Incluído pela Lei nº 11.311 de 2006)*

*Parágrafo único. O benefício disposto no inciso III do caput deste artigo: (Incluído pela Lei nº 11.196, de 2005)*

*I - será concedido somente nos casos em que o Fundo de Investimento Imobiliário possua, no mínimo, 50 (cinquenta) quotistas; (Incluído pela Lei nº 11.196, de 2005)*

*II - não será concedido ao quotista pessoa física titular de quotas que representem 10% (dez por cento) ou mais da totalidade das quotas emitidas pelo Fundo de Investimento Imobiliário ou cujas quotas lhe derem direito ao recebimento de rendimento superior a 10% (dez por cento) do total de rendimentos auferidos pelo fundo. (Incluído pela Lei nº 11.196, de 2005)” (...)*

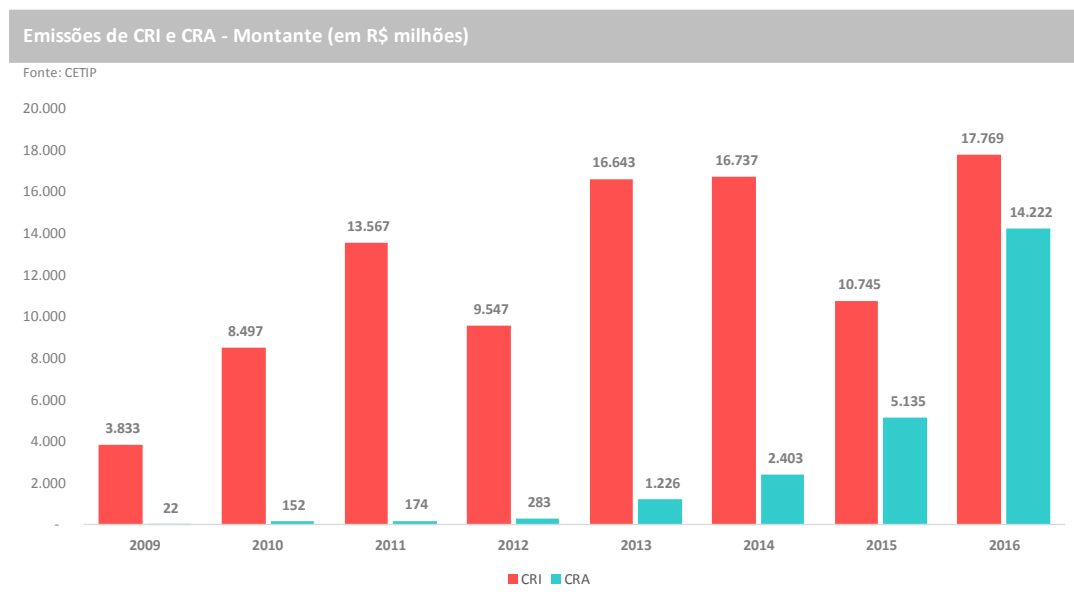
Em comparação, as emissões de CRIs ainda possuem um volume maior, atingindo patamares de R\$ 17 bilhões, mas talvez até 2016, caso o crescimento de emissões de CRAs continue crescendo. Além disso, a taxa de crescimento das emissões de CRIs tem sido cada vez menos expressiva.

Um fator que contribuiu para a redução do crescimento de emissões de CRIs nos últimos anos foi relativo a mudanças regulatórias. A Resolução nº4.410 do Banco Central do Brasil (BCB), de 28 de maio de 2015 (Resolução nº4.410/15), alterou as regras referentes ao direcionamento de recursos captados junto à caderneta de poupança pelas instituições financeiras, o que impediu a possibilidade de emissão de CRIs com lastro fora do Sistema de Financiamento Habitacional (SFH) fossem enquadrados na regulamentação que exige um direcionamento dos recursos captados via caderneta de poupança. Esta classe de CRIs tinham uma grande representatividade no volume de emissão de CRIs.

**“RESOLUÇÃO CMN Nº 4.410, DE 28.05.2015** Altera o Regulamento anexo à Resolução nº 3.932, de 16 de dezembro de 2010, que consolida as normas sobre direcionamento dos recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), e dispõe sobre a Letra de Crédito do Agronegócio (LCA) e a Letra de Crédito Imobiliário (LCI).”

Veja o gráfico abaixo exemplificando os pontos abordados:

Gráfico 04 – Emissões de CRI e CRA – Montante (em R\$ milhões)



Fonte: UQBAR

## 5. Definição de lastro de CRIs e CRAs

Conforme comentado nos itens acima, a questão do lastro, tanto nas emissões de CRI como nas de CRA, é um tema bastante polêmico nas ofertas de securitização.

Iniciaremos com a discussão em relação aos CRIs. A problemática neste assunto inicia com a delimitação do conceito jurídico de “crédito imobiliário”. Este é conceituado no artigo 8º da Lei nº9.514/97 como:

*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:  
(...)*

Se, por um lado, a Lei citada acima conceitua as operações de securitização e relaciona-as aos “créditos imobiliários”, por outro lado, esta não defini nem elucida o conceito de “créditos imobiliários”, o que seria um conceito jurídico fundamental para a existência e manutenção das operações de securitização imobiliária, assim como o desenvolvimento do financiamento do setor.

Neste mesmo sentido, a Lei nº 10.931/10, no qual dispõe sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, Letra de Crédito Imobiliário (“LCI”), Cédula de Crédito Imobiliário (“CCI”), Cédula de Crédito Bancário (“CCB”), considerada um marco para o financiamento do mercado imobiliário, também não se preocupou em determinar o conceito de “crédito imobiliário”, apesar de definir juridicamente relevantes títulos representativos de créditos imobiliários, como os descritos acima.

Percebe-se que há uma falha jurídica a respeito do assunto. As leis, Lei nº 9.517/97 e a Lei nº 10.931, não definem por si o conceito de crédito imobiliário. Tampouco as Instruções CVM exemplificam. A Instrução nº 414/04, apenas dispõe sobre o registro de

companhia aberta para companhias securitizadoras de créditos imobiliários e de oferta pública de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI.

Em uma tentativa de definir o conceito de “crédito imobiliário”, observa-se que a CVM vem expandindo sua posição, de forma que, atualmente, já estão consolidados no mercado como imobiliários os créditos decorrentes de:

- (i) Contrato de compromisso de compra e venda;
- (ii) Contratos de compra e venda;
- (iii) Contratos de locação de imóveis, inclusive em sua modalidade atípica, conhecida como *built to suit* (BTS);
- (iv) Financiamento imobiliário, ou seja, financiamento bancário para aquisição, construção, expansão ou reforma de imóvel;
- (v) Concessão de direito real de superfície;
- (vi) Concessão de direito real de uso;
- (vii) Bem como créditos detidos contra o Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS);

O Processo CVM nº RJ 2002/3032 ainda tentou estabelecer que:

*“ 5. Em 03/05/02, a recorrente encaminhou nota técnica elaborada pelo Dr. Carlos Eduardo Duarte Fleury, Superintendente Geral da ABECIP - Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança sobre o alcance da expressão "crédito imobiliário" com a seguinte manifestação (fls. 103/106):*

- i. *para que um crédito seja classificado como crédito imobiliário é necessário que o valor do empréstimo tenha uma destinação específica para um determinado imóvel, isto é, os recursos colocados à disposição do devedor devem, obrigatoriamente, ser aplicados no imóvel, quer para aquisição, quer para ampliação ou reforma;*
- ii. *o simples fato de um empréstimo ter garantia real, hipoteca ou alienação fiduciária, sem destinação específica, não torna o crédito daí decorrente como sendo imobiliário;*
- iii. *o mútuo sem destinação específica, apenas garantido por hipoteca ou alienação fiduciária de um determinado imóvel, não pode ser considerado como crédito imobiliário e, portanto, créditos desta natureza não poderão servir de lastro para emissão de CRIs, pois como se viu, o lastro deverá ser um ou mais créditos imobiliários;*
- iv. *visando aumentar o volume de recursos para o mercado imobiliário, poderia a Lei nº 9.514/97 sofrer alterações para permitir que o CRI pudesse ser lastreado em créditos decorrentes de operações de mútuo sem destinação específica, créditos esses ainda não considerados, pela legislação atual, como imobiliários.” (...)*

Mesmo assim, não há normativos infra legais (decretos, portarias, instruções, etc) que tratam sobre a definição exata do conteúdo e da extensão do conceito de “crédito imobiliário”, em particular aqueles emanados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que tem por como objetivo fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil.

Já em uma tentativa de conceituar “crédito imobiliário”, Melhim Challub justifica sua posição dizendo:

*“(...) o que distingue a securitização de créditos em geral, não-imobiliários, da securitização de créditos imobiliários é a inexistência ou a existência de bens garantindo o crédito securitizado. (...) parece claro que a qualificação da espécie imobiliária decorre de um vínculo de natureza real entre os créditos e determinados imóveis; por isso é que o inciso I do art. 8º determina a individualização do imóvel vinculado ao crédito imobiliário e, ademais, o art. 10, parágrafo único, manda averbar o termo de securitização na matrícula do imóvel cujo crédito esteja afetado por força*

*da instituição do regime fiduciário, além de tratar da constituição de outras garantias, induzindo a crer que há uma garantia imobiliária natural. “ (...)*

Na atual conjuntura uma dúvida jurídica a respeito do que pode ser considerado um “crédito imobiliário” prejudica a definição do que é um lastro de um certificado de recebível imobiliário (CRI) e posteriormente impede a emissão deste ativo.

Em analogia a esta discussão, também é traz polêmicas e incertezas acerca para operações de CRA, levando em consideração a similaridade dos ativos. É importante ressaltar também que a legislação, regulamentação de CRA e suas ofertas públicas são fundamentados nas legislações e regulamentações do mercado dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), conforme definido o Comunicado da CVM em 18 de novembro de 2008.

Ao contrário dos CRIs, que tem uma carência de definição legal do conceito de crédito imobiliário, o conceito de crédito do agronegócio esta definido no artigo 23º da própria Lei nº11.076/04:

*“§ 1º 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, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária.” (...)*

Uma interpretação desse artigo para definir direitos creditórios do agronegócio, portanto, seriam e os títulos de crédito de que trata este artigo são vinculados a direitos creditórios originários de negócios realizados entre todos os integrantes econômicos no qual participam da cadeia agroindustrial.

Dessa maneira, o que consiste e o que define a cadeia agroindustrial e quais são seus participantes?



Segundo Batalha (2007):

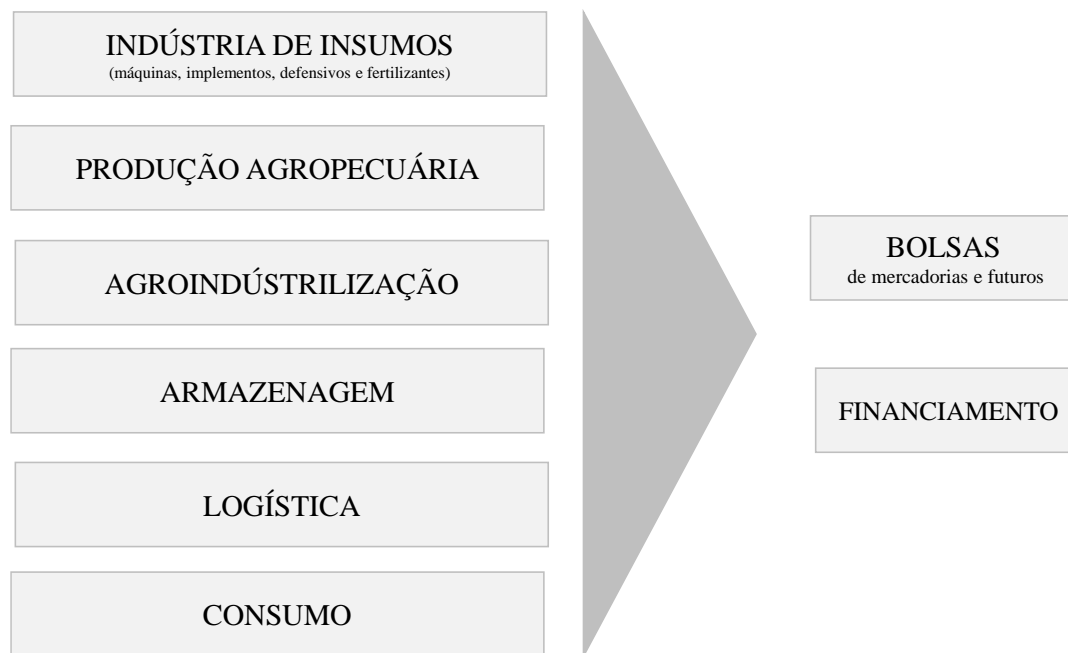
*“cadeia agroindustrial pode ser considerada o conjunto de atividades que concorrem para a produção de produtos agroindustriais, desde a produção de insumos (sementes, adubos, máquinas agrícolas, etc.) até a chegada do produto final [...] ao consumidor.” (...)*

Já Davis e Goldberg (1957), citados por Zylbersztajn et al. (1993), conceituam a cadeia agroindustrial como:

*“uma seqüência de operações interdependentes que têm por objetivo produzir, modificar e distribuir um produto.” (...)*

Portanto, os integrantes dessa cadeia, são todos aqueles nos quais participam das etapas de: indústria de insumos, produção agropecuária, agroindustrialização, armazenagem, logística, consumo.

Ilustração 04 – Sistema ou Cadeia Agroindustrial



Fonte: Palestra “Desenvolvimento, Conceito e Regime Jurídico do Agronegócio - Fontes e Sistema de Financiamento” – Dr. Renato Buranello

É neste ponto que surge a incerteza jurídica. Como exemplo, recebíveis de uma empresa de logística, no qual presta serviços de transporte e de carregamento de madeira para clientes da área de celulose, emitiu CRAs, caso da empresa JSL (Júlio Simões Logística). De acordo com o advogado do escritório de advocacia no qual assessorou esta operação, Bruno Cerqueira:

*“A lei permite o uso do CRA por empresas que consigam combinar quatro verbos com quatro objetos: produzir, comercializar, beneficiar ou industrializar produtos, insumos, máquinas ou implementos usados na produção agropecuária.”*

Analogamente, por que uma empresa, do ramo alimentício de *fast-food*, que compra carne de um fornecedor relacionado à cadeia agropecuária não poderia ter o mesmo direito? Este foi o caso do CRA Burger King, que será discutido posteriormente.

Em nível de ordem de grandeza, é estimado que as instituições financeiras carreguem créditos de natureza do agronegócio que somam valores acima de R\$ 250,00 bilhões. Mas este valor pode ainda ser maior, uma vez que definido quais créditos se relacionam com a cadeia do agronegócio e se enquadram para servir de lastro das operações de securitização, oferecendo um grande potencial de crescimento das fontes de financiamento.

## **6. Exemplos práticos**

A questão da falta de definição do que é crédito imobiliário ou no que consiste os direitos creditórios do agronegócio podem ser ilustrados com três casos concretos que ocorreram no mercado nos últimos anos e que tiveram fortes influências e opiniões de todos os participantes, dentre eles, investidores, emissores e instituições financeiras.

O primeiro deles consiste no caso do CRA Burger King, rede americana de restaurantes especializados em *fast-food*, o segundo consiste no CRI Rede D'or, maior empresa nacional do setor hospitalar privado e por último, será discutido o caso do CRI Cyrela, uma das maiores incorporadoras do país.

### **a. Caso CRA Burger King**

Em 2016 o colegiado da CVM chegou a uma decisão sobre a emissão de Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA) da empresa alimentícia de *fast-food* Burger King.

A aprovação do registro da oferta pública da emissão pela autarquia abriu precedentes para que empresas que não sejam diretamente relacionadas a cadeia agroindustrial possam captar recursos por meio deste título. O que incentiva as companhias fazer captação por meio deste título é o benefício fiscal que o investidor pessoa física leva na remuneração, que faz com que a operação fique mais barata para o emissor.

A operação do CRA Burger King envolve um montante de R\$ 150 milhões, com prazo de 4 (quatro) anos e é destinada a investidores qualificados. O lastro do certificado está baseado em uma debênture emitidas pela BK Brasil Operação e

Assessoria a Restaurantes S.A. (BK Brasil), companhia do grupo responsável pela desenvolvimento e operação dos restaurantes da marca Burger King no Brasil. O objetivo desta debenture, por sua vez, era o financiamento da aquisição de carne *in natura* produzida pelas empresas brasileiras JBS e Seara.

No dia 30 de agosto de 2016, portanto, o colegiado da CVM aprovou o recurso apresentado pela Eco Securitizadora, securitizadora da operação, e pela XP Investimentos, instituição financeira responsável pela coordenação da oferta pública, contrariando o entendimento anterior da SRE, Superintendência de Registro de Valores Mobiliários da CVM, no qual, em junho do mesmo ano, não seria possível a concessão do registro da oferta devido o lastro da oferta não fazia parte da cadeia de negócios do setor.

Dessa maneira, o Processo SEI nº19957.001669/2016-13, referente ao pedido de registro de oferta pública de distribuição de certificados de recebíveis do agronegócio da 79ª série da 1ª emissão da Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A., conclui:

*“33. 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.” (...)*

Este caso fez com que o mercado chegasse a conclusão de que o devedor do direito creditório não precisa, necessariamente, estar relacionado à produção rural. Isto é um marco, uma vez que, em relação à diversificação do instrumento para empresas que tem alguma ligação com os insumos da cadeia.

O grupo do setor de supermercados, Pão de Açúcar, foi a primeira empresa a se beneficiar de tal resolução, emitiu um CRA com volume de R\$ 750 milhões com prazo de 3 (três) anos. Assim como o CRA Burger King, o lastro dessa operação será por meio de debêntures que tem como objetivo financiar a compra de produtos agropecuários e hortifrutigranjeiros, como por exemplo: frutas, legumes, verduras e aves *in natura* de fornecedores produtores rurais.

#### **b. Caso CRI Rede D’or**

A discussão do Caso CRA Burger King levantou a toma outro caso que ocorreu em 2003, o caso CRI Rede D’or São Luiz.

A Rede D’or São Luiz S.A. é a maior empresa do setor hospitalar privado brasileiro. Em 2003 ela entrou com protocolo na CVM para registro de uma oferta pública no qual consistia em um CRI, lastreado em debêntures com objetivo de captar recursos para compra e expansão de dois hospitais do grupo.

Pelo motivo do fluxo dos recebíveis provir de atividades hospitalares e não relacionadas aos imóveis adquiridos pela companhia, o colegiado da CVM indeferiu o registro da oferta, alegando que o lastro não era válido com a regulamentação de crédito imobiliário. Esta decisão fez que o conceito de “crédito imobiliário” fosse restringido, pois nesse ponto de vista, apenas o financiamento imobiliário tomado por uma empresa do setor imobiliário seria capaz de ser lastro de uma operação de CRI.

Devido a semelhança dos títulos, CRI e CRA, já discutido nesse estudo, a decisão do Caso Rede D’or foi antagônica a decisão do Caso Burger King. O fato do colegiado da CVM permitir que a destinação dos recursos seja critério suficiente para determinado crédito seja fundamentado como lastro de CRA e não aderir o mesmo raciocínio para as emissões de CRI é contraditório, acentuando as incertezas e a insegurança jurídica do mercado.

### **c. Caso CRI Cyrela**

A insegurança jurídica que ocorreu nos casos listados acima, foi também visto em um outro caso relevante sobre o assunto em agosto de 2016, um pouco antes da decisão do colegiado sobre o Caso Burger King.

O Caso Cyrela consiste na aprovação por parte do colegiado da CVM de uma oferta pública de CRI, no qual tinha como lastro debêntures que tinham por objetivo o financiamento de empreendimentos imobiliários, junto a investidores não qualificados.

O assunto de discussão neste caso não foi diretamente a questão da possibilidade de se emitir CRI lastreados em crédito exclusivamente em razão da

destinação dos recursos obtidos. Mas este caso demonstra outro ponto de insegurança jurídica sobre as emissões de securitização.

A SRE diferiu o pedido de registro da oferta pública, alegando que o fluxo de pagamento dos CRI se relacionava ao setor imobiliário em razão do objeto social da empresa, Cyrela, na qualidade de devedora.

Conforme descrito no estatuto da empresa, esta tem como objeto social:

*“a incorporação, a compra e a venda de imóveis comerciais e industriais (inclusive híbridos), prontos ou a construir, de terrenos e frações ideais, e/ou a participação em ativos imobiliários, a locação e administração de bens imóveis, a construção de imóveis e a prestação de serviços de consultoria em assuntos relativos ao mercado imobiliário”.*

Com o diferimento da CVM sobre esse assunto, outras empresas atuantes no ramo imobiliário também poderão beneficiar-se de emissões de CRI com lastro em créditos de natureza equivalente.

## 7. Conclusão

A carência de uma definição jurídica para o conceito de crédito imobiliário faz com que haja um número menor de emissões de crédito de recebíveis imobiliários o que, conseqüentemente, prejudica o desenvolvimento e o fomento do financiamento do setor imobiliário brasileiro.

Analogamente, apesar de ter um conceito mais definido, os direitos de crédito do agronegócio permitem uma brecha de interpretação, permitindo que novos tipos de lastro sejam aceitos, e fazendo com que o volume de emissões de CRA se amplie. O mercado aguarda uma nova norma para o segmento dos CRAs indicada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o que pode gerar uma expectativa de expansão e aumento do financiamento do crédito rural.

Devido a semelhança das características dos certificados, conforme explorado no presente estudo, a aprovação do Caso CRI Rede D'or permitiria, assim como o que ocorreu no mercado de CRA com o Caso Burger King, que as empresas tivessem um maior acesso ao título, promovendo o desenvolvimento do setor.

Aqui se faz o primeiro questionamento: os conceitos de créditos imobiliários e do agronegócio devem ter regulamentações mais bem definidas, restringindo as definições? Ou a CVM deve rever sua posição em relação a esse tema de forma clara e concisa?

A ausência de previsão legal, pode por outro lado, fazer com que a definição dos créditos dos lastros dos certificados tivesse um enquadramento mais flexível.

Uma vez que as definições dos créditos fossem mais restritas, poderia servir de incentivo para a criação de novos produtos, como por exemplo, debêntures imobiliárias, que substituiriam os Certificados de Recebíveis Imobiliários de perfil corporativo, mantendo os CRIs e CRAs para operações com lastros já conhecidos e diretamente



relacionados à operações com recebíveis caracterizados como imobiliários e do agronegócio, respectivamente.

Contudo, apesar de da longa evolução do mercado, tanto de CRI como de CRA, ainda restam importantes questões de desenvolvimento a serem superadas pelo mercado, pelos órgãos reguladores e pelos próprios investidores para fortalecer o financiamento do setor imobiliário e do agronegócio via securitização.

## Referências

- BRASIL. Lei nº 2.666, de 6 de dezembro de 1955. Dispõe sobre o penhor dos produtos agrícolas. Diário Oficial da União. Brasília, DF, 1955.
- BRASIL. Lei nº 5.709, de 7 de outubro de 1971. Regula a Aquisição de Imóvel Rural por Estrangeiro Residente no País ou Pessoa Jurídica Estrangeira Autorizada a Funcionar no Brasil, e dá outras Providências. Diário Oficial da União. Brasília, DF, 1955.
- BRASIL. Lei nº 8.929, de 22 de agosto de 1994. Institui a Cédula de Produto Rural, e dá outras providências. Diário Oficial da União. Brasília, DF, 1994.
- BRASIL. Lei nº 9.973, de 29 de maio de 2000. Dispõe sobre o sistema de armazenagem dos produtos agropecuários. Diário Oficial da União. Brasília, DF, 2000.
- BRASIL. Lei nº 11.076, de 30 de dezembro de 2004. Dispõe sobre o Certificado de Depósito Agropecuário – CDA, o Warrant Agropecuário – WA, o Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio – CDCA, a Letra de Crédito do Agronegócio – LCA e o Certificado de Recebíveis do Agronegócio – CRA, dá nova redação a dispositivos das Leis nos 9.973, de 29 de maio de 2000, que dispõe sobre o sistema de armazenagem dos produtos agropecuários, 8.427, de 27 de maio de 1992, que dispõe sobre a concessão de subvenção econômica nas operações de crédito rural, 8.929, de 22 de agosto de 1994, que institui a Cédula de Produto Rural – CPR, 9.514, de 20 de novembro de 1997, que dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário e institui a alienação fiduciária de coisa imóvel, e altera a Taxa de Fiscalização de que trata a Lei no 7.940, de 20 de dezembro de 1989, e dá outras providências. Diário Oficial da União. Brasília, DF, 2004.

- BRASIL. Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários nº 422, de 20 de setembro de 2005. Dispõe acerca da emissão de Nota Comercial do Agronegócio para distribuição pública e dos registros de oferta pública de distribuição e de emissora desse valor mobiliário.
- BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Diário Oficial da União. Brasília, 11 jan. 2002.
- BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial da União. Brasília, 9 dez. 1976.
- BRASIL. Lei nº 14, de 20 de novembro de 1997. Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências. Diário Oficial da União. Brasília, 24 nov. 1997.
- BRASIL. Lei nº 10.931, de 02 de agosto de 2004. Dispõe sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, Letra de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Bancário, altera o Decreto-Lei nº 911, de 1º de outubro de 1969, as Leis nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964, nº 4.728, de 14 de julho de 1965, e nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, e dá outras providências. Diário Oficial da União. Brasília, 3 ago. 2004.
- BRASIL. Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários nº 400, de 29 de dezembro de 2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988.
- 63 BRASIL. Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários nº 414, de 30 de dezembro de 2004. Dispõe sobre o registro de companhia aberta para

companhias securitizadoras de créditos imobiliários e de oferta pública de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI.

- BRASIL. Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários nº 476, de 16 de janeiro de 2009. Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados.
- BRASIL. Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) nº 2.686, de 26 de janeiro de 2000. Estabelece condições para a cessão de créditos a sociedades anônimas de objeto exclusivo e a companhias securitizadoras de créditos imobiliários.
- BRASIL. Lei nº9.514, de 20 de novembro de 1997. Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências. Diário Oficial da União. Brasília, 24 nov. 1997.
- MORAES, Daniel Carrasqueira de Moraes. SFI – A Securitização como Instrumento de Fomento do Crédito Imobiliário, São Paulo, 2008. Tese (Mestrado em Administração) do Programa de Pós-Graduação em Administração do Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.
- DE PLÁCIDO E SILVA, Vocabulário Jurídico, v. 1, 12ª Ed., Rio de Janeiro, Forense, 1996.
- FABOZZI, Frank J.; MODIGLIANI, Franco. Capital Markets. 4. ed. Pearson, 2009.
- CATÃO, Gustavo Campos. Securitização de recebíveis no setor bancário brasileiro: um estudo multi-caso. 2006. 99 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis)-

Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, UnB/UFPB/UFPE/UFRN, João Pessoa, 2006.

- KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J. A primer on Securitization. London: The MIT Press, 1996.
- KOHN, Meir. The Capital Market Before 1600. Dartmouth College. Working Paper 99-06. February, 1999.
- HOOVER, Scott A. The incentives of securitization. 1999. 110f. (Doutorado em Administração). Indiana University, Indiana, 1999.
- SALOMÃO NETO, Eduardo. Direito Bancário. São Paulo: Atlas, 2005.
- KOTHARI, Vinod. Securitization: the financial instrument of the future. Singapore; Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2006. 992 p. ISBN 9780470821957 (enc.)
- MACHADO, Camila. 2009. Securitização de Ativos Imobiliários no Brasil: análise comparativa com o México. Rio de Janeiro: FGV Rio. 2009. 68 p.
- PINHEIRO, Fernando A. P. 2008. Securitização de Recebíveis: Uma análise dos riscos inerentes. São Paulo: Universidade de São Paulo. 1993. 186 p.
- FABOZZI Jr., Frank J. DAVIS, Henry A.; CHOUDHRY, Moorad. Introduction to structured finance. New Jersey: John Wiley Trade, 2006
- FERNANDES, Jean Carlos. Teoria contemporânea dos títulos de crédito: imperativos principiológicos sob a ótica das teorias pós-positivistas. 1. ed. Belo Horizonte: Arraes Editores, 2012. p. 53.

## Obras complementares

- CAMINHA, Unie. Securitização. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2007
- CANÇADO, Thais Romano; GARCIA; Fabio Gallo. Securitização no Brasil. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2007. (Série academia-empresa).
- FABOZZI, Frank J.; KOTHARI, Vinod. Introduction to Securitization. Hoboken: John Wiley & Sons, 2008.
- ANBIMA, Estudos Especiais Produtos de Capitação – Certificados de Recebíveis Imobiliários, Rio de Janeiro, 2015.
- CALADO, Luiz Roberto; DOS SANTOS, Cláudio Gonçalves. Securitização – Novos rumos do mercado financeiro. Saint Paul (2011).
- GAGGINI, Fernando Schwarz; BARROS, L. F.; BARBOSA, R. A.. Securitização de recebíveis. 2014.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro. 3 ed. Rio de Janeiro, 2014. Disponível em <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/LivroTOP-CVM.pdf>
- EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais - Regime Jurídico. 3 ed. Revista e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. (LIVRO BASE);

- LEAES, Luiz Gastão Paes de Barros. O conceito de security no Direito Norte-Americano e conceito análogo no direito brasileiro. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, Revista dos Tribunais, nº 14, 1974.
- YAZBEK, Otavio. Regulação do mercado financeiro e de capitais. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.
- Saddi, Jairo. Crédito e Judiciário no Brasil: uma análise de Direito & Economia. São Paulo: Quartier Latin, 2007.
- Alves, M.R.P.A, Logística Agroindustrial, In: Batalha, M.O. (org), Gestão Agroindustrial, São Carlos : Ed. Atlas, 1997. Vol. 1, p.139-212.

## Anexo I – Termos e Condições CRI

Descrição	Título de crédito nominativo, de livre negociação, observadas as regras de distribuição e negociação de valores mobiliários, conforme o caso, lastreado em créditos imobiliários, que constitui promessa de pagamento em dinheiro.
Emissor	Somente companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio.
Lastro	<p>Créditos Imobiliários. Nas ofertas públicas de distribuição de CRIs, realizadas nos termos da Instrução CVM nº400 e Instrução CVM nº414, os créditos imobiliários que lastreiam a emissão deverão obedecer ao limite máximo de 20,0% por devedor ou coobrigado. No entanto, esse percentual poderá ser excedido, quando o devedor ou o coobrigado: (i) tenha registro de companhia aberta; (ii) seja instituição financeira ou equiparada; (iii) seja sociedade empresarial que tenha suas demonstrações financeiras relativas ao exercício social imediatamente anterior à data de emissão do CRI auditadas por auditor independente registrado na CVM, hipótese em que tais demonstrações financeiras devem ser arquivadas na CVM periodicamente.</p> <p>Em relação às sociedades empresariais, estas serão dispensadas do arquivamento das demonstrações financeiras na CVM, nas hipóteses em que os CRIs: (i) sejam objetos de ofertas públicas de distribuição que tenha como público destinatário exclusivamente sociedades integrantes do mesmo grupo econômico, e seus respectivos</p>



	<p>administradores e acionistas controladores sendo vedada, neste caso, a negociação dos CRIs no mercado secundário; ou (ii) sejam objeto de oferta pública destinada à subscrição por não mais de 50 investidores profissionais. Nesta hipótese, os CRIs subscritos somente poderão ser negociados pelo titular antes de completados 18 (dezoito) meses do encerramento da distribuição, caso a negociação se dê entre os titulares dos CRIs, ou caso o titular aliene todos os CRIs subscritos para um único investidor.</p>
Garantia	<p>Poderá ter garantia flutuante, que lhe assegurará privilégio geral sobre o ativo do Emissor, mas não impedirá a negociação dos bens que compõem esse ativo. Poderá contar com instituições do Regime Fiduciário sobre os créditos imobiliários. Adicionalmente, os CRIs contarão com as garantias constituídas em relação aos créditos imobiliários que lhes servem de lastro, bem como com as eventuais garantias, reais ou pessoais, vinculadas diretamente à emissão.</p>
Regime Fiduciário	<p>Instituto que permite que os créditos imobiliários de uma operação de CRI sejam destinados exclusivamente ao pagamento dos CRIs aos quais estão vinculados e às despesas e obrigações fiscais oriundas deste processo, mantendo-se apartados do patrimônio do Emissor até que se complete o resgate de todos os títulos da operação afetados por este benefício. Tais créditos não são passíveis de constituição de garantias ou de execução por quaisquer dos credores do Emissor do CRI, por privilegiados que sejam, exceto em relação a determinados créditos de natureza fiscal, previdenciária e trabalhista.</p>
Forma e Registro	<p>Escritural, devendo ser registrado em sistema centralizados de custódia e liquidação financeira de títulos privados.</p>

Classe	É admitida a emissão de CRI de classe sênior, que possui preferência para efeito de amortização e resgate, e CRI de classe subordinadas, que se subordinam aos CRIs de classe sênior para efeito de amortização e resgate.
Taxa de Juros	Fixa ou flutuante.
Atualização monetária	Índice de preços com série regularmente calculada e de conhecimento público. A atualização de valor é permitida desde que os títulos tenham prazo e periodicidade de reajuste mínimos de 36 meses. Os CRIs não podem ser indexados à moedas estrangeiras.
Pagamento de Principal	Normalmente através de amortizações periódicas mensais, não existindo exigência de intervalo mínimo entre os pagamentos periódicos. Outras periodicidades são permitidas, inclusive o pagamento de uma única vez no vencimento.
Pagamento de Juros	Normalmente através de pagamento periódicos mensais, não existindo exigência de intervalo mínimo entre os pagamentos periódicos. Outras periodicidades são permitidas, inclusive o pagamento de uma única vez no vencimento.
Distribuição	Através de instituições financeiras intermediárias. Nas ofertas públicas realizadas conforme Instrução CVM nº400 no valor não superior a R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais) não é necessário a contratação de instituição financeiras intermediária.
Transferência	Por meio de sistemas centralizados de custódia e liquidação financeira de títulos privados autorizados pelo Banco Central do

	Brasil
Liquidação Financeira	B3 – Brasil, Bolsa, Balcão

Fonte: UQBAR

## Anexo II – Termos e Condições CRA

Descrição	Título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em direitos creditórios do agronegócio e constitui promessa de pagamento em dinheiro.
Emissor	Somente companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio.
Lastro	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, conforme dispuser o Termo de Securitização.
Garantia	Poderá ter garantia flutuante, que lhe assegurará privilégio geral sobre o ativo do Emissor, mas não impedirá a negociação dos bens que compõem esse ativo. Poderá contar com instituições do Regime Fiduciário sobre os direitos creditórios do agronegócio.
Regime Fiduciário	Sistema que permite que os direitos creditórios do agronegócio de uma operação de CRA sejam destinados exclusivamente à remuneração dos títulos lastreados por estes créditos e às despesas e obrigações fiscais oriundas deste processo, mantendo-se apartados do patrimônio do Emissor até que se complete o resgate de todos os títulos da operação afetados por este benefício. Tais direitos

	creditórios não são passíveis de constituição de garantias ou de execução por quaisquer dos credores do Emissor de CRA, por privilegiados que sejam.
Forma	Escritural.
Registro	Em sistema de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo Banco Central do Brasil.
Classe	São admitidos CRA de classe sênior, que possuem preferência para efeitos de amortização e resgate, e CRA que se subordinam aos de classe sênior para efeito de amortização e resgate.
Taxa de Juros	Fixa ou flutuante, admitida a capitalização.
Atualização monetária	Índice de preços com série regularmente calculada e de conhecimento público. A atualização de valor é permitida desde que os títulos tenham prazo e periodicidade de reajuste mínimos de um ano. É admitida a atualização mensal de valor por índice de preços ou pelo índice de remuneração básica dos depósitos de poupança. Os CRA podem ser emitidos com cláusulas de correção pela variação cambial, desde que a totalidade do lastro contenha cláusula de correção na mesma moeda e sejam adquiridos por investidores não residentes.
Pagamento de Principal	Normalmente através de amortizações periódicas mensais, não existindo exigência de intervalo mínimo entre os pagamentos periódicos. Outras periodicidades são permitidas, inclusive o pagamento de uma única vez no vencimento.

Pagamento de Juros	Normalmente através de pagamento periódicos mensais, não existindo exigência de intervalo mínimo entre os pagamentos periódicos. Outras periodicidades são permitidas, inclusive o pagamento de uma única vez no vencimento.
Distribuição	Através de instituições financeiras intermediárias. Nas ofertas públicas realizadas conforme Instrução CVM nº400 no valor não superior a R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais) não é necessário a contratação de instituição financeiras intermediária.
Transferência	Através de registro do negócio efetuado em sistemas de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo Banco Central do Brasil.
Liquidação Financeira	B3 – Brasil, Bolsa, Balcão

Fonte: UQBAR