



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Ronan Messias Ramos

SECURITIZAÇÃO BRASILEIRA E SEUS PRODUTOS: CRA, CRI e FIDC. Uma análise  
do seu desenvolvimento até o período pandêmico da Covid-19.

Rio de Janeiro

2022

Ronan Messias Ramos

SECURITIZAÇÃO BRASILEIRA E SEUS PRODUTOS: CRA, CRI e FIDC. Uma análise  
do seu desenvolvimento até o período pandêmico da Covid-19.

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado  
ao Instituto de Economia da Universidade  
Federal do Rio de Janeiro, como requisito para  
a obtenção do título de Bacharel em Ciências  
Econômicas.

Orientador: Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup>. Viviane Luporini.

Rio de Janeiro

2022

### CIP - Catalogação na Publicação

R175s Ramos, Ronan  
SECURITIZAÇÃO BRASILEIRA E SEUS PRODUTOS: CRA,  
CRI e FIDC. Uma análise do seu desenvolvimento até  
o período pandêmico da Covid-19. / Ronan Ramos. --  
Rio de Janeiro, 2022.  
70 f.

Orientadora: Viviane Luporini.  
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -  
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto  
de Economia, Bacharel em Ciências Econômicas, 2022.

1. Securitização. 2. CRI. 3. CRA. 4. FIDC. 5. CR.  
I. Luporini, Viviane, orient. II. Título.

Elaborado pelo Sistema de Geração Automática da UFRJ com os dados fornecidos pelo(a) autor(a), sob a responsabilidade de Miguel Romeu Amorim Neto - CRB-7/6283.

RONAN MESSIAS RAMOS

SECURITIZAÇÃO BRASILEIRA E SEUS PRODUTOS: CRA, CRI E FIDC. UMA  
ANÁLISE DO SEU DESENVOLVIMENTO ATÉ O PERÍODO PANDÊMICO DA COVID-

19

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Rio de Janeiro, 19de agosto de 2022.

---

VIVIANE PATRIZZI LUPORINI - Presidente  
Professora Dra. do Instituto de Economia da UFRJ

---

ANTONIO LUIS LICHA  
Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

---

FRANCISCO EDUARDO PIRES DE SOUZA  
Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

Dedico esse trabalho à minha mãe, avós e tia.

## AGRADECIMENTOS

À minha orientadora, Profa. Dra. Viviane Luporini, pelo empenho e comprometimento.

À minha família que esteve comigo durante todos os anos da graduação, Márcia das Graças Miranda de Magalhães, Iara Messias, Wilson Martins, Mônica Messias e Nathália Messias. Todo suporte serviu de incentivo para que eu continuasse a perseguir este sonho que está se concretizando.

Aos meus amigos de dentro e fora do curso. Em especial Milene Alves, Thais Souza, Fernanda Ferreira, Rafael Oliveira, Rebeca Suzano, Mayara Ribeiro, Jennifer Rabêlo, Hevelyn Braga, Geórgia Miguez, Teresa Coelho, Ana Vitória, Pedro Santos e Juliana de Lima. Esta caminhada não teria sido tão prazerosa de ser percorrida sem todos os momentos de alegria que compartilhamos.

A todos os funcionários da UFRJ, pela oportunidade de crescer e aprender muito mais do que o curso de Ciências Econômicas pôde me ensinar.

## RESUMO

O objetivo do presente trabalho é apresentar o desenvolvimento da securitização e seus resultados na economia brasileira. Será necessário compreender o desenvolvimento estadunidense da securitização, que tinha, inicialmente, o objetivo central de dinamizar o mercado imobiliário após a crise de 1930, e que serviu de inspiração para a primeira operação envolvendo emissão de títulos lastreados em recebíveis no Brasil, onde a necessidade de financiamento das Lojas Mesbla serviu como estopim para o início de uma operação financeira nova no país, inicialmente sem regulamentação específica direcionada. A atenção dos órgãos normativos se voltou para a construção de um ambiente regulatório facilitador das operações de securitização após os esforços iniciais dos agentes de mercado, diferentemente dos Estados Unidos, onde a regulamentação precedeu tais operações. As Leis nº 9.514 e nº 11.076, e as instruções CVM nº 414 e 600 deram forma ao mercado de securitização ao trazerem elementos constitutivos direcionados aos mercados de Certificados de Recebíveis Imobiliários e Certificados de Recebíveis do Agronegócio, assim como a Instrução CVM nº 356 para os Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios. O desenvolvimento da securitização, guiado por regulamentações cada vez mais facilitadoras das operações, permitiu que diversos setores da economia tivessem acesso ao crédito via mercado de capitais sem a intermediação bancária e com vantagens do ponto de vista fiscal e burocrático. Atualmente as operações de securitização movimentam cifras superiores aos R\$160 bilhões nos três mercados juntos, de acordo com dados colhidos da Uqbar para fins analíticos e metodológicos, mesmo no recente contexto pandêmico da Covid-19, que causou choques de demanda e oferta na macroeconomia do país, provando que os resultados produzidos pela utilização destes instrumentos financeiros aumentam cada vez mais a percepção de confiança de investidores, devedores e tomadores de crédito na securitização.

**Palavras-chave:** Securitização; Certificados de Recebíveis Imobiliários; Certificado de Recebíveis do Agronegócio; Fundos de Investimento em Direitos Creditórios; Certificados de Recebíveis.

## ABSTRACT

The objective of the present work is to present the development of securitization and its results in the Brazilian economy. It will be necessary to understand the US development of securitization, which initially had the central objective of boosting the real estate market after the 1930 crisis, and which served as inspiration for the first operation involving the issuance of securities backed by receivables in Brazil, where the need of Lojas Mesbla's financing served as the trigger for the start of a new financial operation in the country, initially without specific targeted regulation. The attention of regulatory bodies turned to the construction of a regulatory environment that facilitated securitization operations after the initial efforts of the market agents, unlike the United States, where regulation preceded such operations. Laws Nos. 9,514 and No. 11,076, and CVM Instructions Nos. 414 and 600 shaped the securitization market by bringing constitutive elements aimed at the Real Estate Receivables Certificates and Agribusiness Receivables Certificates markets, as well as CVM Instruction No. 356 for Credit Rights Investment Funds. The development of securitization, guided by regulations that increasingly facilitate operations, allowed several sectors of the economy to have access to credit via the capital market without bank intermediation and with advantages from a fiscal and bureaucratic point of view. Currently, securitization operations move figures above R\$160 billion in the three markets together, according to data collected from Uqbar for analytical and methodological purposes, even in the recent context of the Covid-19 pandemic, which caused demand and supply shocks in the macroeconomy of Brazil, proving that the results produced by the use of these financial instruments increasingly increase the perception of confidence of investors, debtors and credit borrowers in securitization..

**Keywords:** Securitization; Certificates of Real Estate Receivables; Agribusiness Receivables Certificates; Credit Rights Investment Funds; Receivables Certificates.



## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

MP - Medida Provisória

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

BCB – Banco Central do Brasil

CMN – Conselho Monetário Nacional

SPE – Sociedade de Propósito Específico

CRI – Certificado de Recebíveis Imobiliários

FIDC – Fundo de Investimento em Direitos Creditórios

CRA – Certificado de Recebíveis do Agronegócio

CR – Certificado de Recebíveis

VPE – Veículo de Propósito Específico

NME – Nova Matriz Econômica

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento

PIB – Produto Interno Bruto

PTF – Produtividade Total dos Fatores

PF – Pessoa Física

PJ – Pessoa Jurídica

IPCA – Índice de Preços ao Consumidor Amplo

IGP-M - Índice Geral de Preços do Mercado

FGTS - Fundo de Garantia do Tempo de Serviço

CCFGTS – Conselho Curador do FGTS

SFH – Sistema Financeiro Habitacional

DI – Depósitos Interfinanceiros

IR – Imposto de Renda

ODS – Objetivos de Desenvolvimento Sustentável

ONU – Organizações das Nações Unidas

ASG – Ambiental, Social, Governança

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão

SBPE – Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo

FII – Fundo de Investimento Imobiliário

NME – Nova Matriz Econômica

CCI – Cédula de Crédito Imobiliário

ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

## SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	11
2	SECURITIZAÇÃO.....	12
2.1	DEFINIÇÃO DE SECURITIZAÇÃO .....	12
2.2	ORIGEM DA SECURITIZAÇÃO NOS ESTADOS UNIDOS .....	14
2.3	ORIGEM DA SECURITIZAÇÃO NO BRASIL.....	16
3	CONDIÇÕES INERENTES À SECURITIZAÇÃO E PRINCIPAIS AGENTES ENVOLVIDOS NAS OPERAÇÕES .....	18
3.1	O ORIGINADOR E O INVESTIDOR.....	18
3.2	ENTIDADES EMISSORAS.....	19
<b>3.2.1</b>	<b>Sociedade de Propósito Específico (SPE) .....</b>	<b>19</b>
<b>3.2.2</b>	<b>Companhias Securitizadoras.....</b>	<b>19</b>
3.3	O ADMINISTRADOR, O CUSTODIANTE E O ESCRITURADOR .....	20
3.4	OS GESTORES E O AGENTE FIDUCIÁRIO .....	21
3.5	AUDITOR INDEPENDENTE.....	22
3.6	AGÊNCIA DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO .....	23
3.7	VANTAGENS DA SECURITIZAÇÃO.....	24
3.8	RISCOS DA SECURITIZAÇÃO .....	25
4	TIPOS DE SECURITIZAÇÕES BRASILEIRAS VIABILIZADAS “PRÉ-MP 1.103” .....	28
4.1	CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS (CRI) .....	28
4.2	FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS (FIDC) .....	30
4.3	CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS DO AGRONEGÓCIO (CRA) .....	34
4.4	O COMPORTAMENTO DOS MERCADOS DE CRI, CRA E FIDC APÓS A CRISE DE 2016.....	36
<b>4.4.2</b>	<b>Variações no mercado de CRI entre 2016 e 2021 .....</b>	<b>36</b>
<b>4.4.3</b>	<b>Variações no mercado de CRA entre 2016 e 2021 .....</b>	<b>43</b>
<b>4.4.4</b>	<b>Variações no mercado de FIDC entre 2016 e 2021 .....</b>	<b>47</b>
5	MUDANÇAS NO MERCADO DE SECURITIZAÇÃO A PARTIR DE 2020 .....	53
5.1	INSTRUÇÃO CVM Nº 60 .....	53
5.2	O NOVO MARCO DA SECURITIZAÇÃO: MP Nº 1.103 .....	55

5.3	AGENDA ASG (AMBIENTAL, SOCIAL E GOVERNANÇA).....	58
6	CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	60
	REFERÊNCIAS .....	61

## 1 INTRODUÇÃO

O governo estadunidense, diante dos efeitos da crise que sucedeu a quebra da bolsa de Nova Iorque em 1929, tomou medidas na tentativa de reaquecer a dinâmica da concessão de créditos imobiliários por parte das instituições financeiras, oferecendo ao mercado um arcabouço institucional que viabilizou o surgimento das operações de securitização. No Brasil, o pontapé inicial para as operações de securitização foi dado pelo mercado. Os órgãos normativos e executores do Sistema Financeiro Nacional (SFN) voltaram a atenção para a inovação financeira durante a primeira operação, por meio da *Mesbla Trust*, e continuam até os dias de hoje, desenhando o arcabouço regulatório a fim de facilitar e expandir as operações de securitização no país, seja instituindo regras para registros e ofertas por parte dos veículos de securitização, seja para a delimitação dos papéis dos agentes envolvidos nas operações.

O presente trabalho objetiva explicar o funcionamento e desenvolvimento da securitização nos mercados de CRI, CRA e FIDC no Brasil para então trazer à luz a capacidade de resiliência apresentada nos três mercados, mesmo em períodos de crise econômica e política, e como eles representam boas alternativas ao modelo de financiamento tradicional, caro e restritivo.

O primeiro capítulo é ocupado pela presente Introdução, enquanto o segundo aborda a origem das operações de securitização inicialmente nos Estados Unidos e, após, no Brasil. No terceiro capítulo, são trazidas algumas condições inerentes à securitização, como vantagens e riscos, assim como a explicação dos papéis dos agentes envolvidos nas operações. O quarto capítulo trata brevemente das especificidades dos mercados de CRI, CRA e FIDC, trazendo também alguns dados para esses mercados durante o período de 2016 a 2021, relacionando às condições macroeconômicas. O quinto, trata das inovações incorridas pelo mercado de securitização a partir de 2020. O sexto e último capítulo traz as conclusões, seguido das referências.

## 2 SECURITIZAÇÃO

O foco inicial deste capítulo será delimitar o conceito de ‘securitização’ para então tratar do surgimento das operações de securitização inicialmente nos Estados Unidos e posteriormente no Brasil nos seus diferentes contextos, seguindo com uma breve explicação da primeira operação brasileira abarcada pelo conceito.

### 2.1 DEFINIÇÃO DE SECURITIZAÇÃO

O termo securitização advém do termo “security”, que por sua vez é definido por GAGGINI (2003, p. 19) como

any note, stock, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil

Não nos compete discutir a teoria das diferentes interpretações do termo, mas trabalhar com uma definição ampla e aceita na prática. Consideraremos inicialmente três elementos essenciais que devem ser analisados na securitização: O veículo de propósito específico, os ativos lastreadores (recebíveis) e os valores mobiliários emitidos.

É seguro aceitar a prática de securitização como uma operação que torna ativos ilíquidos (os recebíveis) em valores mobiliários (as *securities*, como na definição de GAGGINI acima), por meio de um Veículo de Propósito Específico (VPE) que pode assumir a forma de uma Sociedade de Propósito Específico (SPE) ou de um fundo. Tais valores mobiliários são oferecidos aos investidores no mercado de capitais que buscam retorno financeiro sobre o capital aplicado nesses valores mobiliários, dando assim maior liquidez ao sistema financeiro e possibilitando o financiamento da empresa originadora.

A colocação dos títulos de securitização no mercado de capitais ocorre mediante oferta pública de acordo com a Instrução CVM nº 400 ou oferta pública com esforços restritos, de acordo com a Instrução CVM nº 476. As instruções estabelecem os procedimentos a serem seguidos para realização dos respectivos tipos de oferta. Na primeira, há necessidade de registro junto à CVM, acompanhando altos custos e demandando mais tempo até a efetivação da oferta, se comparado à segunda. O esforço demandado é maior pois a destinação dos títulos é o público em geral, enquanto no segundo tipo de oferta, há a restrição de oferta a setenta e cinco investidores profissionais (sendo que somente cinquenta podem, de fato, adquirir os

títulos). Por conta da destinação à investidores profissionais, a oferta pública com esforços restritos dispensa registro perante a CVM, pois o órgão entende que tais investidores têm maior *expertise* para a tomada de decisões.

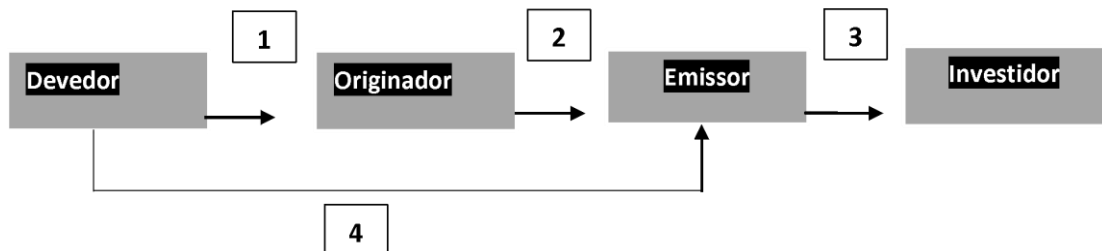
Os tais recebíveis oriundos das originadoras e adquiridos pelo VPE, que servem como lastro dos valores mobiliários emitidos nas operações de securitização, podem ter origens distintas, mas todos têm uma característica em comum de acordo com a definição de RIBEIRO JUNIOR (2019, p. 139): são “direitos sobre receitas futuras de uma entidade”.

De acordo com WINTER (2014, p. 34),

sob o enfoque jurídico, a securitização pode ser descrita como um conjunto de negócios jurídicos que envolve a cessão e segregação de ativos em uma sociedade ou fundo de investimento, que emite títulos garantidos pelos ativos segregados. Estes são vendidos a investidores, e os recursos coletados servem de contraprestação pela cessão de ativos.

Para exemplificar, podemos utilizar um exemplo fictício, utilizando o Fluxograma I abaixo como base:

#### Fluxograma I - Securitização de direitos creditórios (simplificação)



Fonte: Elaborado pelo autor.

1. O devedor, pessoa física, faz compras parceladas utilizando cartão de crédito na loja X, em seis vezes. A loja X teria que aguardar seis meses para receber todos os recursos oriundos das vendas realizadas ao devedor. Podemos considerar que, agora, a loja X tem um valor a receber do devedor (os direitos creditórios ou recebíveis).

2. Querendo antecipar os recursos das suas vendas, a loja X, tratada agora como originadora (pois é quem origina os direitos creditórios), “empacota” os recebíveis oriundos das vendas por cartão de crédito e os vende ao emissor.

3. O emissor então compra o “pacote de dívidas”, os direitos creditórios passam a ser de sua posse. Para captar os recursos necessários a antecipação de recursos ao originador, emite valores mobiliários que serão oferecidos aos investidores. O originador conseguiu, dessa forma, antecipar os recursos e transferir o risco de não pagamento dos devedores para o emissor.

4. O fluxo de pagamento dos devedores passa a ser direcionado ao emissor, que a partir desses pagamentos, remunera os investidores. O originador “sai de campo” ao conseguir a antecipação dos recursos.

## 2.2 ORIGEM DA SECURITIZAÇÃO NOS ESTADOS UNIDOS

Após a crise dos anos de 1930 que sucedeu a quebra da bolsa de NYSE (The New York Stock Exchange), se viu nos Estados Unidos uma diminuição drástica na concessão de empréstimos por parte das instituições financeiras. O *National Housing Act* de 1934 foi o meio encontrado pelo governo norte-americano para a retomada dos empréstimos e o reaquecimento de parte da economia. Para isso, criou-se o FHA (*Federal Housing Administration*), com a finalidade de prover seguros aos empréstimos residenciais, cujas garantias eram hipotecas, concedidos pelos bancos privados.

Para entendimento do processo de securitização que foi tomando a forma que conhecemos hoje, é necessário entender o papel das *Government-Sponsored Enterprises* (GSE) no contexto da década de 30 nos EUA. As GSE eram, de acordo com CARNELL (2005 apud. RIBEIRO JUNIOR, 2019, p. 20),

instituições financeiras com autorização de funcionamento a nível federal de funcionamento, de propriedade privada, administrada de modo privado que possui poderes apenas para realizar empréstimos e conceder garantias, e que investidores do mercado de títulos de dívida consideram implicitamente garantidos pelo governo federal.

Essa “garantia implícita” dos empréstimos concedidos pela GSE era resultante da impressão, por parte dos investidores, de uma instituição de difícil rompimento ou quebra, exatamente pelo seu elo com o governo federal e pela sua importância na retomada da fluidez da concessão de empréstimos residenciais.

As GSE compraram os recebíveis originados pelos bancos comerciais (e nesse sentido, já ofereciam uma roupagem diferente aos recebíveis, por serem, a partir de então, de posse de

uma GSE, tendo a “garantia implícita”) e os direcionava aos VPE. Os títulos emitidos pelas VPE denominados de *Mortgage-Backed Securities* (MBS) tinham como lastro hipotecas de imóveis (os recebíveis necessários à emissão de um título de securitização).

Em 1938, outra manobra do governo norte-americano para que houvesse um aumento da concessão de empréstimos por parte dos bancos privados foi a criação da Fannie Mae (*Federal National Mortgage Association*), que passou a atuar com *status* de GSE, com objetivo de compra e venda, no mercado secundário, dos recebíveis que a concessão de empréstimos (segurados pela FHA) gerava.

A Fannie Mae foi importante para que os bancos fossem financiados a partir da venda de seus recebíveis, permitindo que eles fizessem a concessão de novos empréstimos.

Em 1968 a Fannie Mae se reorganiza em duas instituições: uma nova Fannie Mae e a *Government National Mortgage Association* (Ginnie Mae) e em 1970 cria-se a *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (Freddie Mac). Todas as três instituições com *status* de GSE, provendo recursos aos bancos privados a partir da compra de seus recebíveis derivados da concessão de empréstimos residenciais.

Em 1977 nos Estados Unidos, o banco *Perpetua Savings*, a partir dos empréstimos residenciais concedidos, originou uma carteira de recebíveis, que passou a ser da Fannie Mae, que securitizou tais recebíveis.

Atualmente, as entidades utilizadas como VPE, nos Estados Unidos, gozam de certa liberdade na escolha na regulamentação a qual se submeter. Há diferentes tipos de organizações de VPE, podendo este ser organizado como um *corporation*, *limited liability company* ou *trust* (esta última forma de organização será abordada ainda neste trabalho).

Um VPE que emite MBS pode escolher se submeter a regras fiscais que lhe confirmam neutralidade do ponto de vista tributário, ao se tornar uma *Real Estate Mortgage Investment Conduit* (REMIC), um tipo de VPE. Em contrapartida a essa neutralidade de tributação, uma REMIC deve se adequar a determinadas restrições de acordo com a legislação<sup>1</sup>, como a aquisição apenas de recebíveis decorrentes de empréstimos imobiliários garantidos por hipotecas para emissão de títulos.

Os VPE puderam operar como REMIC a partir da Lei da Reforma Tributária de 1986 - uma estratégia do Congresso norte-americano para a expansão dos empréstimos residenciais.

---

<sup>1</sup> De acordo com RIBEIRO JUNIOR (2019), a legislação aplicável é §§806A a 806G do *Internal Revenue Code*



### 2.3 ORIGEM DA SECURITIZAÇÃO NO BRASIL

De acordo com GAGGINI (2003), já no final da década de 80 observou-se um comportamento no mercado de capitais que precedeu a securitização conforme conhecida nos dias de hoje, mas com finalidade parecida: adiantamento de recursos às empresas que necessitavam de capital no curto/médio prazo. Tanto no caso de adiantamento para companhias que exportavam produtos quanto para projetos imobiliários. A primeira norma que traz a ideia de securitização de recebíveis no Brasil, mesmo sem mencioná-la, é a Resolução nº 1.834, de 26 de junho de 1991 (revogada em 2010), com o objetivo de, de acordo com seu artigo 1º, permitir “a captação de recursos no mercado externo, com o estabelecimento de vínculo a exportações da própria tomadora, de sua controladora, de suas controladas, ou de outras empresas que tenham a mesma controladora”.

Segundo CHAVES (2006), o primeiro caso de operação denominada como securitização de recebíveis no mercado de capitais brasileiro, é a operação da *Mesbla Trust*. Diferentemente do surgimento das operações de securitização nos Estados Unidos, o pontapé inicial para as operações no Brasil foi dado no setor varejista comercial, em decorrência da necessidade de financiamento de uma empresa privada, que securitizou seus recebíveis de cartão de crédito, e não da iniciativa governamental para dinamização do setor imobiliário.

Em 1992, a situação das Lojas Mesbla era de crise econômico-financeira. Por enfrentar dificuldades para obtenção de financiamento bancário, recorreu a securitização de seus recebíveis de cartões de crédito (sendo a originadora de tais recebíveis), por meio da *Mesbla Trust*, SPE criada exclusivamente para aquisição de tais recebíveis e emissão de títulos neles lastreados, sendo capaz de se financiar dessa forma.

A estruturação da nova operação brasileira tendo como inspiração a securitização da *JCPenney* nos Estados Unidos em 1990 que também utilizou recebíveis de cartões de crédito para sua realização, mobilizou a CVM, Banco Central do Brasil (BCB), Conselho Monetário Nacional (CMN) e outros agentes do mercado de capitais, por conta de sua complexidade e ineditismo no Brasil.

Em decorrência da estrutura de securitização criada nesse contexto, com os recursos oriundos da venda dos títulos e do pagamento dos recebíveis da originadora, os credores foram integralmente pagos, apesar da falência das Lojas Mesbla e o encerramento de suas atividades em 1999.

Segundo ROCHA (2013), a operação só foi possível de ser realizada após a publicação de duas resoluções do CMN, sendo a Resolução CMN 1.962/92 de 27 de agosto de 1992 que, de acordo com seu artigo 1º, teve o objetivo de

autorizar as instituições financeiras a ceder a outras instituições da espécie, através de instrumento de cessão de créditos ou de outra forma jurídica adequada, seus créditos oriundos de operações de empréstimos, de financiamentos e de arrendamento mercantil.

e a Resolução 2.026/1993, com o objetivo de, conforme as Disposições Gerais, facultar “a aquisição e a retrocessão de direitos creditórios oriundos de operações comerciais ou de prestação de serviços pelas instituições que especifica”

### 3 CONDIÇÕES INERENTES À SECURITIZAÇÃO E PRINCIPAIS AGENTES ENVOLVIDOS NAS OPERAÇÕES

O presente capítulo objetiva trazer as principais vantagens que justificam as operações de securitização, assim como citar os riscos envolvidos, dando ênfase à explicação do risco de crédito que é o tipo de risco mais crítico neste tipo de operação. Neste último caso, serão elencados alguns mecanismos que foram desenvolvidos com a finalidade de mitigar tais riscos. Apresentaremos também os principais agentes envolvidos nas operações de securitização. Como veremos, os agentes não se beneficiam das vantagens da securitização sem incorrer em riscos. Além disso, serão abordados os papéis dos diferentes agentes trabalham para que os direitos creditórios das originadoras sejam securitizados e cheguem aos investidores, de acordo com as Leis e Instruções em que são tratados.

#### 3.1 O ORIGINADOR E O INVESTIDOR

O originador é quem seleciona o conjunto de créditos e os destina ao VPE, que realizará a securitização deles. É quem busca o financiamento via securitização (e portanto, cede créditos ao VPE tendo como contrapartida, recebimento de recursos financeiros), em favor da antecipação de caixa, e não via financiamento bancário ou emissão valores mobiliários por si só.

Segundo CHAVES (2006), qualquer entidade no Brasil pode ceder seus créditos para serem securitizados, assim como nos Estados Unidos, onde é comum a cessão de créditos por pessoas físicas para fins de securitização. A autora traz como exemplo a securitização dos *royalties* de vendas de músicas realizada pelo músico David Bowie em 1977. A operação rendeu cinquenta e cinco milhões de dólares aproximadamente, com a venda dos *Bowie Bonds* (Época Negócios, 2016).

O investidor, na outra ponta, é o agente que adquire os valores mobiliários emitidos pelas SPE, securitizadoras ou por meio do FIDC. Ao adquirem os ativos, os investidores financiam o emissor, que consegue antecipar o fluxo futuro de recebíveis das originadoras.

Em relação às cotas do FIDC, somente investidores qualificados<sup>2</sup> podem ser adquirentes. No caso de títulos de securitização emitidos por VPE em ofertas públicas, o

---

<sup>2</sup> Conforme artigo 9º-B da instrução CVM nº 554 de 17 de dezembro de 2014, “São considerados investidores qualificados: I – investidores profissionais; II – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-B; III – as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira,

público em geral pode ser investidor. Nesse caso, os investidores não assumem a posição de condôminos como no FIDC. Dessa forma, o risco de perda dos investidores é equivalente ao montante de recursos que investiram.

### 3.2 ENTIDADES EMISSORAS

São entidades indispensáveis no processo de securitização, que emitem os títulos com lastro nos direitos creditórios cedidos pelos originadores e ofertam aos investidores. Boa parte deste trabalho está focada na discussão acerca do papel das SPE, Companhias Securitizadoras e FIDC (que será mais bem abordado no capítulo 4).

#### 3.2.1 Sociedade de Propósito Específico (SPE)

A criação da SPE, no caso da securitização, ocorre com a finalidade única de aquisição de direitos creditórios e emissão de valores mobiliários neles lastreados. É uma empresa cuja finalidade não é a geração de lucro, mas o atendimento a um propósito específico, como o nome já diz. Segundo CHAVES (2006, p. 147),

Uma vez que se destina tão-somente a viabilizar a securitização de créditos, correspondendo a uma etapa desse negócio jurídico coligado, em alguns casos, a sociedade de propósito específico não tem interesse próprio, consistente na obtenção de lucro com a aquisição dos créditos e a emissão de títulos ou valores mobiliários. Muitas vezes é constituída para atender aos interesses da originadora, no sentido de propiciar a realização da securitização, sem que lucre com o seu objeto social.

A securitização foi concretizada inicialmente no Brasil por meio de SPE, conforme já explicitado no caso da securitização das Lojas Mesbla. Nesse caso, a SPE não preexistia à originadora.

#### 3.2.2 Companhias Securitizadoras

As companhias securitizadoras são as entidades não financeiras que emitem os certificados de recebíveis lastreados em direitos creditórios cedidos pelas originadoras e preexistem a ela. Tais certificados lastreados em recebíveis são os valores mobiliários que concebem promessa de pagamento em dinheiro aos investidores.

---

analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e IV – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados”.

Até a edição da Medida Provisória (MP) nº 1.103/2022, somente as companhias securitizadoras imobiliárias, do agronegócio e financeira contavam com regulação específica, através da Lei nº 9.514/1997, da Lei 11.076/2004 e Resolução CMN nº 2.686/2020, respectivamente. Tal MP cria o Marco Legal das Securitizadoras<sup>3</sup>, como será discutido ainda neste trabalho, unificando as disposições regulatórias de securitizadoras de determinados negócios jurídicos (como imobiliário e agronegócio).

De acordo com os rankings da Uqbar, as três maiores securitizadoras imobiliárias em 2021, por montante emitido, foram Virgo, com 24%, True, com 24%, e Opea, com 22%. Já por número de operações, a organização do ranking muda. Virgo respondeu por 25%, True, 18% e Opea por 15% do montante emitido. Em relação às securitizadoras do agronegócio, por montante emitido, nos três primeiros lugares do ranking em 2021, ficam Virgo com 47%, EcoSec com 20% e VERT com 16%. Por número de operações, a ordem não muda, mas o percentual se altera. Virgo deteve 36% do mercado, EcoSec, 33% e VERT 9%.

### 3.3 O ADMINISTRADOR, O CUSTODIANTE E O ESCRITURADOR

O administrador, no caso do FIDC, é quem faz o registro junto ao órgão regulador, sendo responsável pela apresentação, no ato, de “nome do auditor independente, do custodiante e da agência classificadora de risco, contratados pelo administrador do fundo” (Artigo 8º da Instrução CVM nº 356/2001).

Na securitização via SPE ou securitizadora, como o VPE desempenha papel de emitir os títulos lastreados nos recebíveis, não se tem o administrador como delineado na securitização via FIDC.

De acordo com os rankings da Uqbar, os três maiores administradores de FIDC em 2021, por número de operações, foram Singulare, com 28%, BRL Trust DTVM, com 13%, e Oliveira Trust, com 6%. A situação muda quando partimos para análise em termos de montante administrado. Neste caso, os três maiores administradores de FIDC em 2021 foram Oliveira Trust, com 38%, Plural S.A, com 11%, e BRL DTVM, com 11%.

Para o FIDC, caso o administrador não tenha, perante a CVM, capacitação para desempenhar função de custodiante, deverá contratar o serviço de um custodiante. O custodiante é a pessoa jurídica credenciada na CVM para o exercício da atividade de prestador de serviço de custódia fungível (Artigo 2º da Instrução CVM nº 356 artigo 2º).

---

<sup>3</sup> “Marco Legal da Securitização” é o termo que tem sido usado no mercado para se referir à regulamentação e disposições trazidas pela Medida Provisória nº 1.103 de 15 de março de 2022.

No caso dos CR “A companhia securitizadora deve contratar (...) em benefício do patrimônio separado(...) I – custodiante para os bens e direitos vinculados à emissão ou, alternativamente, seu registro em entidade registradora” (Inciso I do artigo 33º da Instrução CVM nº 60 de 23 de dezembro de 2021).

De acordo com os rankings da Uqbar, os três maiores custodiantes de FIDC em 2021, por número de operações foram Singulare, com 29%, BRL Trust DTVM, com 13%, e Oliveira Trust, com 6%. Olhando o ranking por montante de patrimônio líquido, tem-se Oliveira Trust em primeiro lugar, com 38%, Plural S.A em segundo, com 11%, BRL Trust DTVM em terceiro, com 11%. Para os mercados de CRI e CRA, os rankings de custodiantes não foram divulgados.

Ao tratar do serviço de escrituração, a instrução CVM nº 393 deixa a responsabilidade pela escrituração com o próprio administrador do FIDC. “A instituição administradora poderá realizar a escrituração das cotas dos fundos por ela administrados, mesmo que não seja autorizada pela CVM para a prestação a terceiros de serviço de escrituração de valores mobiliários” (Artigo 11º da Instrução CVM nº 442).

No caso dos CR, também em benefício do patrimônio separado, as securitizadoras devem contratar um escriturador, para registro dos valores mobiliários que são emitidos junto à central depositária Brasil Bolsa Balcão (B3).

Não foram divulgados rankings de escrituradores para os mercados de CRI, FIDC e CRA.

#### 3.4 OS GESTORES E O AGENTE FIDUCIÁRIO

A gestão do fundo é orientada de acordo com a política de investimento do fundo e das melhores estratégias traçadas pelo gestor, que toma a decisão de quais direitos creditórios (e outros ativos que podem compor o fundo) adquirir, emitindo as ordens de compra e venda, objetivando crescimento do patrimônio e retorno financeiro, cuja magnitude depende do risco representado pelo fundo e seus créditos lastreadores.

No caso da securitização via SPE ou securitizadora, o gestor como delineado no FIDC não é agente integrante da operação.

De acordo com os rankings da Uqbar, os três maiores gestores de FIDC em 2021, por número de operações foram Tercon Investimentos, com 7%, BRL Trust DTVM com 4%, e Genial Gestão com 4%. Analisando o ranking por montante de patrimônio líquido, os três maiores gestores de FIDC em 2021 foram Oliveira Trust Servicer, com 20%, Genial Gestão com 10%, e Oliveira Trust, com 8% do montante total.

Em se tratando de ofertas públicas de certificados de recebíveis, a Lei nº 9.514/1997 já instituiu a necessidade da nomeação de um agente fiduciário e a Medida Provisória nº 1.103/2022 que será mais bem discutida no presente trabalho, reafirmou esta necessidade, assim como a Instrução CVM nº 60/2021.

O principal objetivo do agente fiduciário é proteger os interesses dos investidores e acompanhar a prática das securitizadoras na instituição e administração do patrimônio separado, observando as instruções aplicáveis da CVM.

No caso do FIDC, as regulações aplicáveis não contemplam o agente fiduciário, por conta do perfil de investidor ao qual se destina as cotas do fundo (investidores qualificados).

De acordo com os rankings da Uqbar, os três maiores agentes fiduciários em operações de CRI em 2021, por número de operações, foram Vórtx, com 62%, Oliveira Trust com 27% e Simplific Pavarini com 6%. Em termos de montante, Vórtx continua em primeiro lugar, com 54%, seguida de Oliveira Trust com 30% e em terceiro lugar, Pentágono com 10%. Para o mercado de CRA no mesmo ano, em termos de número de operações, os três maiores agentes fiduciários foram Vórtx com 32%, Oliveira Trust com 29% e Pentágono com 19%. Em termos de montante, Vórtx com 29%, Pentágono com 26% e Oliveira Trust com 20%.

### 3.5 AUDITOR INDEPENDENTE

A regulação aplicável, no caso do FIDC, exige que o fundo tenha escrituração contábil própria e o auditor independente<sup>4</sup>. O auditor pessoa com registro na CVM, deve ser contratado pelo administrador para análise das demonstrações financeiras. O administrador deve fornecer ao auditor independente todas as informações e elementos necessários ao desempenho de sua função.

De acordo com o artigo 44º da instrução CVM nº 356/2001, “As demonstrações financeiras anuais do fundo estarão sujeitas às normas contábeis expedidas pela CVM e serão auditadas por auditor independente registrado na CVM”.

Em benefício do patrimônio separado, as securitizadoras imobiliárias e do agronegócio também devem contratar a prestação de serviços de auditor independente.

---

<sup>4</sup> Conforme parágrafo 2º do artigo 3º da Instrução CVM nº 60 de 23 de dezembro de 2021, “O custodiante, o escriturador e o auditor independente: I – devem possuir registro na CVM para exercer a atividade; e II – não estão sujeitos à destituição ou substituição por deliberação da assembleia especial de investidores, salvo se expressamente previsto no instrumento de emissão ou desde que em comum acordo com a companhia securitizadora”.

De acordo com os rankings da Uqbar, os três maiores auditores de FIDC em 2021, por número de operações, foram Next Auditores, com 52%, BDO RCS Auditores Independentes, com 12%, e KPMG, com 7%. Se considerarmos agora o ranking por montante, os três maiores auditores de FIDC em 2021 foram KPMG, com 23%, Grant Thornton, com 17% e Deloitte, com 16%. Os rankings para os mercados de CRI e CRA relativo a auditores não foram disponibilizados.

### 3.6 AGÊNCIA DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO

As cotas e séries de cotas emitidas pelo FIDC e distribuídas ao público, assim como as ofertas públicas de CRI e CRA, devem ser classificadas por agência classificadora de risco registrada na CVM, sendo o administrador, no caso do fundo, responsável pela contratação do serviço no país<sup>5</sup>.

Tem-se que “a classificação de risco de crédito é definida como a atividade de opinar sobre a qualidade de crédito de um emissor de títulos de participação ou de dívida, operação estruturada ou qualquer ativo financeiro emitido no mercado de valores mobiliários” (VBSO, 2012).

A instrução CVM nº 414 trouxe a obrigação de relatório de agência classificadora de risco atribuído ao CRI caso a oferta seja feita a investidores que não sejam qualificados. Essa obrigação continuou com a instrução CVM nº 60, para CRI e CRA.

Os métodos e critérios de avaliação de cada agência de classificação de risco são próprios e suas avaliações são necessárias para maior transparência das operações e ajudam investidor, administrador e gestor com informações sobre a qualidade dos créditos do fundo.

Segundo os rankings da Uqbar, as três maiores agências classificadoras de risco de FIDC em 2021, por número de títulos classificados foram Liberum Ratings, com 48%, Austin, com 34%, e S&P, com 13%. Por montante classificado, o ranking muda para Fitch em primeiro lugar, com 36%, S&P em segundo lugar, com 26%, e Liberum Ratings em terceiro

---

<sup>5</sup> Conforme artigo 23º-A da Instrução CVM nº 356 de 17 de dezembro de 2001: “Será dispensada a classificação das classes ou séries de cotas por agência classificadora de risco em funcionamento no País nas ofertas públicas de distribuição de cotas em que: I – as cotas, ou séries de cotas, emitidas pelo fundo sejam destinadas a um único cotista, ou grupo de cotistas vinculados por interesse único e indissociável; II – o cotista, ou grupo de cotistas vinculados por interesse único e indissociável, subscreva termo de adesão declarando ter pleno conhecimento dos riscos envolvidos na operação, inclusive da possibilidade de perda total do capital investido, e da ausência de classificação de risco das cotas subscritas; e III – seja estabelecido no regulamento do Fundo que, na hipótese de sua posterior modificação, visando permitir a transferência ou negociação das cotas no mercado secundário, será obrigado o prévio registro nesta CVM, nos termos do art. 2º, §2º da Instrução CVM nº 400/03, com a consequente apresentação do relatório de classificação de risco ora dispensado”.



lugar, com 25%. No mercado de CRI, por montante emitido, o ranking fica com Fitch, com 48%, S&P com 41% e Liberum Ratings com 7%. Por número de operações, Austin ficou com 38%, S&P com 31% e Fitch com 23%. No mercado de CRA, por montante, S&P liderou com 46%, seguido da Fitch, com 41% e Moody's com 13%. Por número de operações, S&P ficou com 59%, Fitch com 31% e Moody's com 10%.

### 3.7 VANTAGENS DA SECURITIZAÇÃO

As vantagens da securitização são auferidas pelos originadores dos créditos, pelos investidores dos títulos e pelos tomadores dos créditos.

Os benefícios para o originador dos créditos, segundo PINHEIRO (2008), são: i) redução do requerimento do capital, ou arbitragem do capital. Nesse sentido, instituições financeiras pequenas conseguem, por meio da cessão de recebíveis às securitizadoras, retirar créditos de seu caixa, respeitando o acordo de Basiléia permitindo maior alavancagem<sup>6</sup>; ii) Redução do endividamento. Nesse sentido, as empresas não precisam recorrer ao endividamento bancário para que consigam se financiar, por meio da cessão de seus próprios direitos creditórios. Além disso os títulos passam a não fazer parte do passivo da originadora nas demonstrações contábeis, diminuindo o endividamento. iii) Transferência de riscos. Os riscos que os títulos representam são transferidos ao investidor. Trataremos os riscos que a securitização apresenta mais a frente; iv) Redução do custo do capital, pois o empréstimo bancário tem custo maior por conta do *spread*. V) Os ativos da originadora não precisam servir de garantia para a obtenção de recursos com a securitização; vi) diversificação das formas de obtenção de financiamento por parte de setores com poucas opções, como o agronegócio.

Os tomadores de crédito em geral também se beneficiariam com as operações de securitização, com efeitos sentidos no longo prazo, uma vez que a operação entra no mercado como uma competidora da forma de financiamento tradicional. Dessa maneira, com mais alternativas de crédito disponíveis, os custos de captação tendem a cair PINHEIRO (2008).

Nos Estados Unidos, com o advento das operações de securitização entre os anos das décadas de 70 e 80, conforme supõe PINHEIRO (2008) de acordo com a leitura de ROSENTHAL e OCAMPO (1988), os custos do financiamento imobiliário caíram substantivamente num intervalo de dez anos (período que permitiu o crescimento e maturação

---

<sup>6</sup> Tratado firmado na cidade de Basiléia (Suíça) em 1988 com a finalidade de criar diretrizes para o melhor funcionamento do sistema bancário mundial (REIS, 2018).

da securitização). Os tomadores de crédito se beneficiaram, então, com o barateamento do crédito, resultado da competição que as operações de securitização passaram a representar às formas de financiamento tradicionais.

Já para os investidores, segundo PINHEIRO (2008), alguns dos benefícios são consequências das vantagens que gozam os originadores. Podemos citar: i) possibilidade de diversificação dos investimentos; ii) ótimo retorno do capital investido considerando o risco (investimentos em CRI e CRA, que são títulos de renda fixa, porém com melhor retorno que títulos públicos, por exemplo, que são títulos também de renda fixa); iii) benefícios fiscais: investimentos em CRI e CRA são isentos de imposto de renda (IR) e imposto sobre operações financeiras (IOF) por serem oriundos dos setores imobiliário e agrícola, respectivamente, permitindo aumento da rentabilidade líquida;

O mercado como um todo também se beneficia da securitização, ao passo que, com a desintermediação bancária, eliminação do *spread* e consequente barateamento e diversificação das opções de financiamento, os *gaps* na economia, ou seja, onde há escassez de crédito e potencial de aumento para capacidade produtiva, são diminuídos. O crédito, a preço justo, servirá o fim de aumento da capacidade de produção, inovação e viabilização de empreendimentos PINHEIRO (2008).

Para MENDES (2013), “se o processo de securitização não ceder a pressões egoísticas e (...) gananciosas, do mercado, a inovação a que se refere Schumpeter como produto da aplicação eficiente do crédito, a operação somente trará contribuições ao mercado” (MENDES, 2013, p. 29).

### 3.8 RISCOS DA SECURITIZAÇÃO

Com base em KOTHARI (2006) e CARNEIRO E GOLDFAJN (2000), PINHEIRO (2008) elenca os possíveis riscos das operações de securitização aos investidores, como o risco de crédito, a volatilidade da taxa de juros, risco de preço do título, risco de liquidez, risco de pré-pagamento, risco sistêmico, risco da taxa de câmbio (quando há indexação do ativo à alguma moeda estrangeira), risco operacional e o risco de seleção adversa do portfólio.

#### **Tabela I – Matriz de riscos**

<b>Modalidade de risco</b>	<b>Origem</b>
<b>Risco de crédito</b>	Inadimplência do tomador de crédito.
<b>Risco de preço</b>	Decorrente da variação das taxas de juros.
<b>Risco de pré-pagamento</b>	Perda da lucratividade para o investidor.
<b>Risco de liquidez</b>	Decorrente da inexpressividade do mercado secundário.
<b>Risco de taxa de juros</b>	Decorrente do descasamento de prazos e taxas.
<b>Risco de taxa de câmbio</b>	Decorrente do descasamento de moeda.
<b>Riscos operacionais</b>	Inerentes ao serviço de estruturação.
<b>Risco de seleção adversa do portfólio</b>	Decorrente da manutenção dos ativos de pior qualidade em carteira e direcionamento dos bons para securitização.
<b>Risco sistêmico</b>	Decorrente da elevação da taxa de juros, perdas da indústria imobiliária e intervenção governamental

Fonte: Adaptado de PINHEIRO (2008), p. 71.

Vamos nos ater ao risco de crédito (avaliado por agências especializadas – agências de *rating*) por ser o principal risco da securitização. O risco de crédito é o risco da empresa originadora e cedente dos recebíveis e está relacionado ao inadimplemento desses ativos, ou seja, possibilidade de direitos creditórios não serem pagos. Com a inadimplência dos tomadores de crédito, o VPE não consegue acumular caixa e remunerar os investidores. Nesse sentido, o risco de crédito está relacionado também ao risco dos títulos emitidos.

Os riscos envolvidos na securitização podem ser mitigados através de mecanismos de reforço de crédito, como:

a) “a pactuação de garantias reais ou fidejussórias em favor do pagamento dos títulos emitidos ou dos recebíveis que constituem seu lastro” (RIBEIRO JUNIOR, 2019, p. 26): são garantias prestadas na securitização quando é possível identificar o originador (um único ou um mesmo grupo econômico) dos créditos lastreadores. Nesse caso, o cedente é beneficiário direto da securitização, passando a se responsabilizar pelas despesas burocráticas do processo (advogados, cartório e outros serviços contratados, conforme necessidade) e pelas despesas decorrentes dos reforços de crédito como seguros de crédito e de performance da carteira de recebíveis que o VPE adquiriu;

b) Sobrecolateralização: o originador cede ao VPE um volume de ativos-lastro maior do que a emissão de títulos lastreados nesses ativos, ou seja, permite que haja um excesso de lastro, sendo que “quanto maior for esse percentual excedente (por exemplo, 30% de *over*

*collateral*) melhor será a proteção contra as perdas na carteira” (AUSTIN RATING, 2017, p. 6), pois, haverá menos risco de não pagamento dos títulos emitidos, em caso de inadimplemento dos recebíveis;

c) Excesso de *spread* ou *spread* do excedente: é a diferença entre a taxa de juros que o VPE paga aos investidores e a taxa pela qual adquire os recebíveis lastreadores. Isso faz com que o VPE se proteja em situações em que ocorra inadimplência do lastro, pois receberá um volume de recursos maior;

d) Estruturas de subordinação: o pagamento de juros para os investidores se dá de acordo com a classe ou série do título adquirido por eles. Há, neste caso, uma ordem de preferência para o pagamento de acordo com as classes dos títulos (classe sênior, classe subordinada, mezanino). O cedente (quando único ou cedentes de um mesmo grupo) adquire, muitas vezes, as classes subordinadas (de menor ordem de preferência) emitidas pelo VPE;

e) Manutenção de um fundo de reservas pelo VPE: O VPE mantém recursos disponíveis em caixa para fazer face a eventuais despesas da operação de securitização, perdas por conta do inadimplemento dos recebíveis adquiridos e pagamento dos investidores, em caso de necessidade.

## 4 TIPOS DE SECURITIZAÇÕES BRASILEIRAS VIABILIZADAS “PRÉ-MP 1.103”

As operações de securitização, conforme já exposto, podem ocorrer por meio de SPE, companhias securitizadoras ou mesmo por meio de fundos (FIDC), gerando diferentes produtos (valores mobiliários). De acordo com o foco deste trabalho, este capítulo abordará a explicação das operações de securitizações cujos produtos são os CRI, CRA e cotas de FIDC, com embasamento nas regulações específicas.

### 4.1 CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS (CRI)

A Lei 9.514 de 20 de novembro de 1997 cria o Sistema Financeiro Imobiliário objetivando dinamizar o mercado de capitais propiciando a expansão das possibilidades de financiamento do setor imobiliário nacional nos anos de 1990, tanto residencial quanto não residencial, ao passo que procurava resolver o problema de habitação no país – como ocorreu nos Estados Unidos nos anos de 1970, no período de surgimento da securitização.

Com a Lei, estabeleceu-se um importante marco no mercado de recebíveis, com a sinalização do governo, ao mercado, da institucionalização das operações de securitização (imobiliárias, neste primeiro momento), oferecendo aos participantes de mercado um arcabouço jurídico que proporcionou segurança para realização das operações.

A Exposição de Motivos da lei garantiu a criação de um novo VPE, a companhia securitizadora, responsável pela instituição do regime fiduciário<sup>7</sup> sobre os créditos imobiliários, utilizando-os como lastro para emissão dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI)<sup>8</sup>, a partir da constituição de um patrimônio separado com a finalidade de responder exclusivamente pelos direitos dos investidores e que não se confunde com o patrimônio próprio da securitizadora, permitindo que ela realize diferentes operações com uma mesma estrutura.

Segundo BEZERRA FILHO (2014), dessa forma, são criadas as bases para um sistema de financiamento imobiliário mais eficaz. O autor sumariza o processo da seguinte forma:

---

<sup>7</sup> Conforme inciso IX do artigo 2º da Instrução CVM nº 60/2021, regime fiduciário “é o regime instituído sobre os bens e direitos vinculados à emissão de títulos de securitização, mediante declaração unilateral da companhia securitizadora no instrumento de emissão, de que conste, cumulativamente, as seguintes matérias: a) a afetação dos bens e direitos vinculados à respectiva emissão de títulos de securitização; e b) a constituição de patrimônio separado, integrado, pela totalidade dos bens e direitos vinculados à emissão dos títulos de securitização e, assim, estão submetidos ao regime fiduciário”;

<sup>8</sup> Conforme item 17 da Exposição de Motivos Interministerial nº 032/MPO-MF, de 9 de junho de 1997.

A securitizadora, sociedade anônima de propósito específico, emite títulos mobiliários e os lança no mercado, tendo como lastro os créditos que recebeu em cessão da incorporadora/construtora. Faz os necessários acertos com a construtora e administra o resgate dos títulos mobiliários com os valores que vai recebendo dos adquirentes das unidades imobiliárias. (BEZERRA FILHO, 2014, p. 24)

As edições à Instrução CVM nº 414 passaram a possibilitar a aquisição dos CRI por investidores não qualificados. O objetivo da CVM com as edições à Instrução foi de incentivar, junto às medidas do governo, as emissões desses títulos e a aquisição por mais investidores no mercado de capitais.

RIBEIRO JUNIOR (2019) ainda ressalta medidas que serviram de incentivo aos investimentos em CRI, como a Lei 11.033/2004, que isenta os rendimentos dos investidores em CRI do imposto de renda (IR) para pessoa física (pessoa jurídica segue a tabela regressiva do IR); O decreto nº 6.306/2007 sujeitou as operações de CRA à alíquota zero; a Resolução nº 395 do Conselho Curador do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (CCFGTS), de 24 de junho de 2002, que autoriza a alocação dos recursos do FGTS do investidor em CRI “lastreados em operações nas modalidades de água e esgoto sanitário” (Art. 1º da Resolução CC/FGTS nº 395/2002); a Resolução nº 3.932/2010 do BCB, que permitiu o direcionamento dos recursos obtidos através dos depósitos em poupança por instituições que compõem o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) à aquisição de CRI’s; e a Instrução CVM nº 472/2008, que passou a permitir que fundos de investimento imobiliário (FII), adquirissem CRI.

RIBEIRO JUNIOR (2019) elenca os três tipos de créditos que podem servir como lastro dos certificados emitidos, de acordo com a ANBIMA, de contratos de (i) compra e venda do imóvel com pagamento a prazo; (ii) Locação, arrendamento ou superfície; e (iii) Financiamento imobiliário. Na mesma via, como descreve o autor, a CVM caracterizou créditos imobiliários como aqueles “(i) oriundos de financiamentos do Sistema Financeiro de Habitação e (ii) oriundos da exploração de um imóvel”<sup>9</sup>. No mercado de CRI, é notório que condições macroeconômicas como inflação, taxa de juros e desemprego, por afetarem as condições dos créditos lastreadores dos títulos, afetam também o volume de emissões dos títulos tanto em termos de montante quanto em termos de números de operações, conforme será visto no subcapítulo 4.2.

A Lei 9.514/1997 traz a necessidade da homogeneidade da natureza dos créditos que serão securitizados, que devem ser de natureza imobiliária. De forma semelhante, as

---

<sup>9</sup> Conforme Processo CVM nº RJ2002/3032. Ata da Reunião do Colegiado da CVM de 13 de maio de 2003.

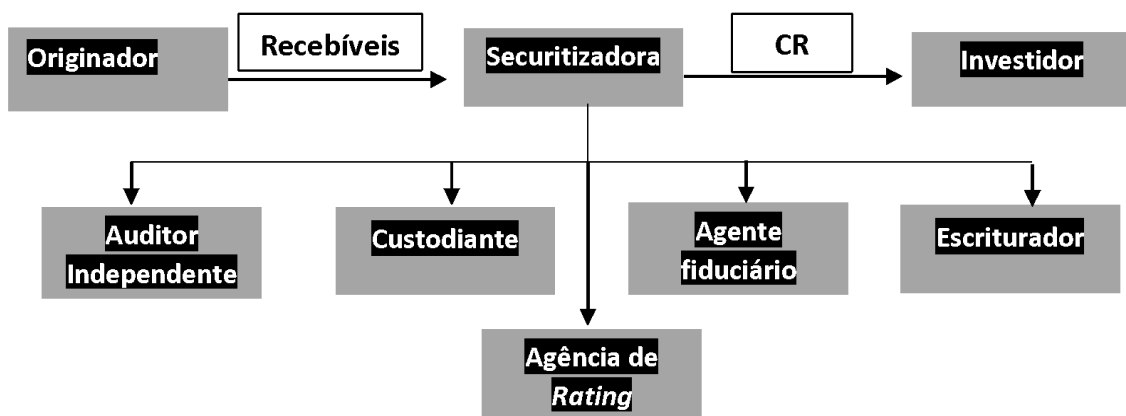
companhias securitizadoras de créditos do agronegócio, de acordo com 11.076/2004, devem adquirir créditos dentro do escopo da atividade econômica ao qual se direciona.

Apesar do direcionamento específico, a Lei e a Instrução citadas foram cruciais para aumento do número de operações de securitização. Em números, verificou-se que em 1999 o montante emitido em operações de securitização imobiliária foi de 173 milhões de reais no Brasil. Em 2005, um ano após a edição da Instrução CVM nº 414, o montante emitido foi de R\$ 2,10 bilhões (ANUÁRIO Uqbar, 2017). Em 2021, o montante total emitido foi de R\$ 40,53 bilhões em 479 operações de securitização imobiliária (ANUÁRIO Uqbar, 2022).

É interessante trazer à discussão a adequação da CVM ao caso do registro de oferta pública de CRI com lastro em debêntures emitidas pela Rede D'Or São Luiz S.A, com o Processo CVM SEI 19957.010578/2017-50. Os créditos lastreadores dos certificados puderam ser originados de uma companhia que não atuava no setor imobiliário de acordo com seu objeto social, mas que tinha interesse em expandir e reformar seus empreendimentos. Este caso ilustra as situações aos quais a autarquia se deparou, desde a edição da Lei 9.517, com a necessidade de discutir com os participantes do mercado, os tipos de créditos lastreadores e suas fontes originadoras RIBEIRO JUNIOR (2019).

No Fluxograma II abaixo, tem-se a exemplificação de uma operação de securitização via companhia securitizadora, com os agentes atuantes.

#### Fluxograma II - Securitização via companhia securitizadora (simplificação)



Fonte: Elaborado pelo autor.

#### 4.2 FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS (FIDC)

A Resolução CMN nº 2.907 de 29 de novembro de 2001 abre uma nova fase para a securitização ao criar o Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios – FIDC, que passa a

servir como uma nova opção de financiamento para as empresas, sem a intermediação bancária, oferecendo ao mesmo tempo riscos e custos menores e maior liquidez ao mercado (RIBEIRO JUNIOR, 2019). Ao contrário da SPE, que é um modelo de organização com personalidade jurídica, o FIDC é formado pelo direcionamento de mais de 50% dos recursos de investidores qualificados sem personalidade jurídica à aquisição de direitos creditórios de origem dos setores “financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, bem como nas demais modalidades de investimento admitidas na referida regulamentação” (Resolução CMN 2.907/2001 apud. RIBEIRO JUNIOR, 2019). A diversidade das naturezas econômicas possíveis de serem abarcadas pelo FIDC o tornaram, até o Novo Marco da Securitização de 2022, o único veículo de securitização versátil, dentre os citados neste trabalho.

A primeira instrução a regular os FIDC por parte da CVM foi a Instrução CVM nº 356/2001, alterada em 2003, pela CVM nº 393<sup>10</sup>, mantendo-se a disposição geral com a finalidade de estabelecimento de “normas gerais que regem a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios” (ANBIMA, 2015, p. 16).

Segundo GAMBÔA (2011), o FIDC foi o primeiro fundo no Brasil a permitir que houvesse classes com cotas que determinassem a ordem de pagamento aos investidores. A classe sênior, com preferência na ordem de pagamento, e a classe subordinada, que somente permite ao cotista resgatar suas cotas após o resgate das cotas da classe sênior. Na prática de mercado, existe ainda uma segregação na classe subordinada, sendo a classe subordinada júnior, com maior subordinação, e a classe subordinada mezanino, com nível de subordinação intermediário entre as duas já citadas<sup>11</sup>. Os ganhos ou as perdas patrimoniais dos investidores dependem de suas participações no fundo. O investidor toma a decisão de qual cota adquirir, baseando-se na sua aversão ou apetite pelo risco. Até então, os fundos de investimento não

---

<sup>10</sup> “A reforma introduzida pela Instrução CVM nº 393/03 permitiu (...) a dação em pagamento de direitos creditórios para os cotistas (...) em caso de liquidação do fundo; necessidade de classificação de risco de cotas apenas para as classes e séries objeto de distribuição pública; possibilidade de subscrição de cotas seniores em fundos fechados com ágio ou deságio; possibilidade de distribuição simultânea de cotas de classes e séries distintas, reduzindo os custos de transação; obrigatoriedade de avaliação dos ativos do fundo a valor de mercado, quando houver; e, por fim, a ampliação do rol de direitos creditórios passíveis de aquisição pelo FIDC, que passou a incluir direitos creditórios de outras naturezas, não expressamente dispostos na norma(...)” (RIBEIRO JUNIOR, José Alves. **Elementos constitutivos da securitização de recebíveis no direito brasileiro**. Tese (Mestrado em Direito) – Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2019, pp.75-76).

<sup>11</sup> ANBIMA. Estudos Especiais Produtos de Captação: Fundo de Investimento em Direitos Creditórios. Rio de Janeiro, 2015, p.16.



faziam essa distinção no Brasil e todos os investidores tinham o mesmo direito ao recebimento dos pagamentos.

Em 8 de dezembro de 2006, a CVM edita a instrução CVM nº 444, criando os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados (FIDC-NP), com o objetivo de abranger diferentes tipos de direitos creditórios para os fundos, de acordo com definições do artigo 1º da referida instrução<sup>12</sup>. Na prática, as possibilidades de composição do fundo por diferentes direitos creditórios são expandidas. Os FIDC-NP apresentam riscos maiores exigindo que os investidores tenham maior capacidade analítica financeira para tomada de decisão - os investidores profissionais<sup>13</sup>.

A natureza jurídica do FIDC é de uma organização de condomínio voluntário, ao qual condôminos (os investidores), destinam recursos a sua constituição para aplicação em direitos creditórios. Esse condomínio é submetido às normas da CVM. Cada investidor ou condômino detém uma determinada cota do fundo, que em sua totalidade, tem um administrador (um banco de investimentos, banco comercial, banco múltiplo ou uma distribuidora de valores mobiliários, por exemplo), que detém o fundo, podendo também ter um gestor, responsável por aplicar os recursos de acordo com a política de investimento do fundo, de acordo com a Instrução CVM nº 356.

É importante salientar que, diferente da SPE ou securitizadora, no caso do FIDC, por ter sua constituição jurídica de condomínio voluntário, não há um patrimônio separado e os cotistas respondem por dívidas e despesas do fundo com seus próprios patrimônios, se for o caso. Ou seja, os cotistas podem perder mais do que investiram. Por essa ótica, o risco do FIDC é maior que o de uma SPE (CHAVES, 2006).

O FIDC pode ser de condomínio aberto ou fechado. No fundo aberto, os cotistas podem resgatar suas cotas a qualquer momento, enquanto no fundo fechado, as cotas só

---

<sup>12</sup> Conforme 1º parágrafo do artigo 1º da Instrução CVM nº 444 de 08 de dezembro de 2006, “considera-se Não-Padronizado o FIDC cuja política de investimento permita a realização de aplicações, em quaisquer percentuais de seu patrimônio líquido, em 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 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 nº 356, de 17 de dezembro de 2001”.

<sup>13</sup> Conforme artigo 4º da Instrução CVM nº 444 de 8 de dezembro de 2006.

podem ser resgatadas ao final do prazo contratual ou em caso de liquidação do fundo (CHAVES, 2006).

Assim como no caso da securitização via SPE ou securitizadora, os FIDC devem ter direitos creditórios homogêneos, ou seja, os recebíveis lastreadores devem advir de setores semelhantes, com a mesma finalidade de viabilização e facilitação dos procedimentos de cobrança, avaliação de riscos dos créditos, administração, etc (CHAVES, 2006).

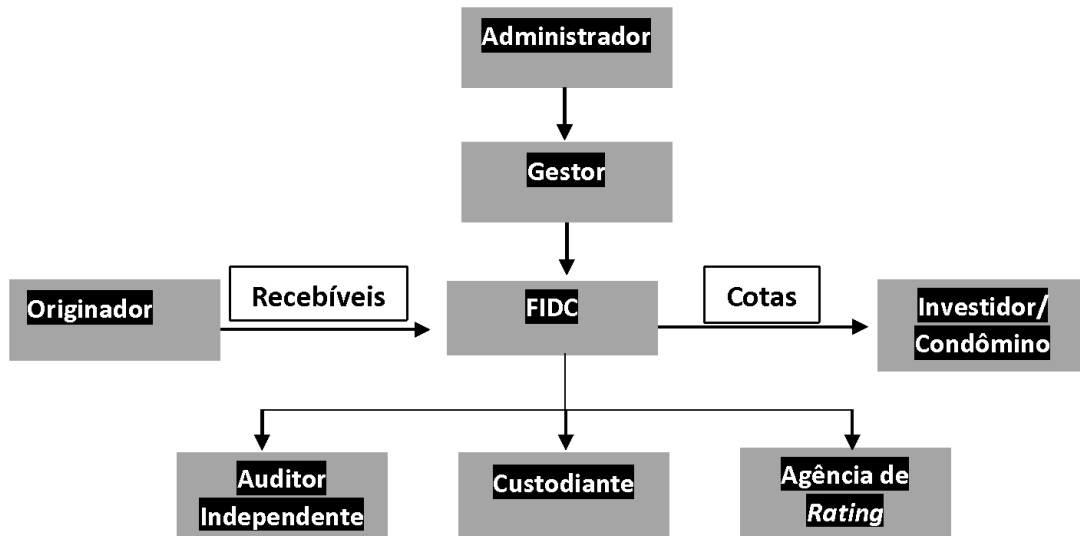
A relação de patrimônio de afetação como ocorre na securitização feita por SPE ou securitizadora é uma ideia que se afasta da prática do FIDC pois este é constituído pela destinação de recursos de cotistas, ou coproprietários do fundo, e é administrado por um terceiro (administrador). A titularidade do fundo e sua administração não se ligam a uma só pessoa, logo, não se constitui um patrimônio separado.

O patrimônio do fundo é autônomo em relação ao patrimônio da administradora e em relação ao patrimônio dos coproprietários. Nesse sentido, as dívidas do fundo só se relacionam ao patrimônio deste. Na mesma linha, as dívidas da administradora só estão relacionadas a ela e, de forma equivalente, as dívidas dos investidores só competem aos próprios e não afetam o fundo (CHAVES, 2006).

. Após a instituição do FIDC, observou-se um grande aumento no número de operações de securitização no Brasil. Em números, em 2002, um ano após a edição referida Instrução, o montante emitido em operações de FIDC foi de R\$20 milhões. No ano seguinte, em 2003, este montante foi de R\$1,737 bilhão (RIBEIRO JÚNIOR, 2019, p.84). Ao longo do ano de 2021, o montante total emitido foi de R\$101,53 bilhões (ANUÁRIO Uqbar, 2022c).

No Fluxograma III é mostrado a organização dos agentes envolvidos numa operação de securitização via FIDC.

### **Fluxograma III - Securitização via FIDC (simplificação)**



Fonte: Elaborado pelo autor.

#### 4.3 CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS DO AGRONEGÓCIO (CRA)

A importância do setor do agronegócio para a economia brasileira é historicamente grande, tendo alto valor estratégico. No país,

O produtor rural, historicamente, teve no Banco do Brasil e nas linhas de crédito rural parte fundamental de suas fontes de financiamento. Mas, na medida em que o setor do agronegócio se expandiu, não só em termos do papel do produtor rural, mas também em relação às múltiplas cadeias de produção que resultam da explosão dimensional deste setor, novas fontes de financiamento se fizeram necessárias para que se evitasse uma subutilização penosa do seu potencial econômico. (ANUÁRIO Uqbar, 2018, p.12)

A Lei 11.076/2004 instituiu o Certificado de Recebível do Agronegócio<sup>14</sup>, com regimento semelhante ao da Lei 9.514/1997, tendo por objetivo permitir que os títulos no mercado de capitais pudessem diminuir o papel do Estado como principal financiador do agronegócio, podendo ser parte do sistema privado de financiamento (BURANELLO, 2019, p. 85).

Também como no caso do CRI, o CRA é “um título de crédito nominativo, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro”<sup>15</sup>. A emissão dos CRA

<sup>14</sup> Além do CRA, foram instituídos os Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio – CDCA e as Letras de Crédito do Agronegócio – LCA, de acordo com as Disposições Iniciais do artigo 23º da Lei 11.076 de 30 de dezembro de 2004.

<sup>15</sup> Conforme Comunicado CRA da CVM publicado em 21 de novembro de 2008. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/comunicado-cra-557202eaba3641268a4fc4d6be2b86ad>>. Acesso em 01 de julho de 2022.

ficou a cargo das companhias securitizadoras do agronegócio, instituídas pela Lei, que utilizam como lastro os recebíveis

“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” (RIBEIRO JUNIOR, 2019, p. 86).

A instituição do regime fiduciário na Lei nº 11.076/04 seguiu as disposições da Lei 9.514 “no que couber”. Isso fica claro no artigo 39º da referida Lei, ao dispor que

“As companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio podem instituir regime fiduciário sobre direitos creditórios oriundos do agronegócio, o qual será regido, no que couber, pelas disposições expressas nos arts. 9º a 16 da Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997”.

Nesse sentido, a constituição do patrimônio separado, sua forma de liquidação e administração, deveres e responsabilidades dos agentes envolvidos, afetação dos créditos lastreadores que “só responderão pelas obrigações inerentes aos títulos a ele afetados”<sup>16</sup> e todas instruções presentes nos artigos da Seção VI da Lei nº 9.514, foram aplicadas ao CRA de forma equivalente.

Como incentivo às aplicações financeiras neste título, assim como no caso dos CRI, a Lei nº 11.033/2004 isenta o CRA de Imposto de Renda (IR) para pessoa física. Para pessoa jurídica, a tabela regressiva do IR é seguida para tributação<sup>17</sup>. O CRA também é isento de IOF, de acordo com o Decreto nº 6.306/2007.

Por parte da CVM, a regulação dos CRA se deu inicialmente utilizando-se a Instrução CVM nº 414/2004 que dispunha sobre os CRI, conforme explicado anteriormente. Dessa forma, a CVM entendeu que os comandos presentes na Instrução CVM nº 414 poderiam ser aplicados aos CRA, enquanto não fosse editada uma Instrução específica, adaptando-os para o agronegócio. Isso aconteceu mesmo com a enorme diferença entre CRI e CRA em relação a

---

<sup>16</sup> Conforme inciso VI do artigo 11º, da Lei 9.514 de 20 de novembro de 1997.

<sup>17</sup> Para maior detalhamento sobre regras específicas aplicáveis a cada tipo de investidor, consultar WINTER, Certificado de Recebíveis do Agronegócio, 2014.

própria estrutura dos negócios como i) a necessidade revolvência<sup>18</sup> nas emissões de CRA serem mais comuns por conta dos tipos de produtos; ii) as garantias dos créditos que servem como lastro são diferentes; iii) os devedores dos créditos pulverizados possuem fontes de renda muito diferentes e como consequência disso, os riscos de crédito dos títulos passam a ser diferentes; iv) existência de certos riscos que só afetam o CRA, como o meteorológico. Só em 2018 a CVM editou a Instrução CVM nº 600, direcionada especificamente para os CRA.

A Instrução CVM nº 600 permitiu que negócios jurídicos de fora do que se compreende por atividade agropecuária fossem beneficiados pela emissão de CRA, mas para isso deve haver uma relação comercial deles com os que estão inclusos na atividade da agropecuária, como os produtores rurais e as suas cooperativas, respeitando as exigências previstas.

Em números, em 2009, um ano após a edição da Instrução CVM nº 600, o montante emitido em operações de securitização do agronegócio foi de R\$22 milhões (ANUÁRIO Uqbar, 2017). Já em 2010, o montante emitido passou para R\$152 milhões (um aumento de aproximadamente 690% em relação ao ano anterior). Em 2021, o montante total emitido foi de 25,26 bilhões de reais em 126 operações de securitização do agronegócio (ANUÁRIO Uqbar, 2022b).

#### **4.4 O COMPORTAMENTO DOS MERCADOS DE CRI, CRA E FIDC APÓS A CRISE DE 2016**

No presente capítulo, será usado como marco temporal para análise de dados o período de 2016 (ano marcado pela pior recessão brasileira do século XXI até então), até o ano de 2021 (marcado pela crise sanitária e econômica decorrente da pandemia da Covid-19). Serão exploradas as justificativas para as variações de montante e número de títulos emitidos, indexadores e mudança na configuração de devedores ao longo do período delimitado, relacionando aos diferentes cenários macroeconômicos, principalmente em termos de taxa de juros e inflação.

##### **4.4.2 Variações no mercado de CRI entre 2016 e 2021**

---

<sup>18</sup> “Revolvência é estrutura de securitização que (...) impõe ao participante da operação a obrigação de incluir e/ou substituir o lastro durante a vigência do título, de forma que, a partir daí, o prazo do lastro seja equivalente ao do instrumento” (CAPITAL ABERTO, 2013).

Os resultados do setor imobiliário, que impactam a performance do mercado de CRI, são afetados por variáveis macroeconômicas como inflação, desemprego, taxa de juros e PIB. Em 2016 os resultados negativos da recessão sobre essas variáveis começaram a se mostrar melhores e, já em 2021, o mercado de CRI apresentou um recorde em volume de emissões.

O montante total emitido de CRI em 2016 foi de R\$17,7 bilhões, representando um recorde histórico até então, em 106 operações mapeadas. Do montante total emitido, 65% do lastro foi originado por pessoa física (denominados CRI PF), 32% por pessoa jurídica (PJ) e 3% multidevedor.

(...) pode-se argumentar que a predominância de participação dos CRI PF, quando o critério é o montante emitido, é o resultado de um conjunto de fatores, entre os quais a edição de resoluções pelo Banco Central do Brasil (BCB) que (...) acabou por estimular a mudança de composição do mercado (UQBAR, 2017) <sup>19</sup>

Na prática, de acordo com a Resolução nº 4.410/2015, os recursos dos bancos captados via caderneta de poupança não poderiam ser direcionados à aquisição de CRI fora do formato do Sistema Financeiro Habitacional (SFH) - programa criado em 1964 pelo Governo Federal para facilitar a construção civil e reduzir o déficit habitacional. Esta mesma Resolução, foi responsável pela configuração do tipo do risco de crédito predominante em 2016 (o risco pulverizado).

Vale salientar que 53,7% do total do montante emitido em 2016 foi adquirido pelo governo, com recursos do FGTS. O objetivo do governo foi fazer com que os bancos, ao receberem os recursos do FGTS, ampliassem linhas de financiamento para habitação. No momento de recessão, tal destinação dos recursos tinha o objetivo de dinamizar a economia, aumentar a geração de empregos por meio de estímulo à construção civil (ALEGRETTI, 2016).

A Taxa Referencial (TR) nas emissões de CRI em 2016 foi predominante como indexador, sendo 64,3% das emissões indexadas a ela, o que representou, em termos de montante emitido, R\$11,43 bilhões.<sup>20</sup> Todavia, é importante trazer o aumento da participação da Taxa DI à luz do debate. Em 2016, 24% do total de CRI emitido teve como indexador a

---

<sup>19</sup> Na prática, de acordo com a Resolução nº 4.410 de 28 de maio de 2015, os recursos dos bancos captados via caderneta de poupança não poderiam ser direcionados à aquisição de CRI fora do formato do Sistema Financeiro Habitacional (SFH) - programa criado em 1964 pelo Governo Federal para facilitar a construção civil e reduzir o déficit habitacional.

<sup>20</sup> A taxa referencial é a taxa base da remuneração do FGTS.

Taxa DI, representando R\$4,25 bilhões, refletindo um aumento da preferência do investidor por ela frente ao IPCA e IGP-M. Até então, a Taxa DI não tinha tido tamanha preferência, pelo menos, nos últimos 10 anos. O IPCA foi utilizado como indexador em apenas 8% das emissões de CRI, representando R\$1,416 bilhão do total e o IGP-M, 4% representando R\$708 milhões, aproximadamente. A diminuição da preferência dos investidores pelo IPCA e pelo IGP-M como indexadores pode ser explicada pela queda da inflação numa magnitude maior do que a queda da taxa de juros, no período, conforme já mostrado (ANUÁRIO Uqbar, 2017). A inflação em 2015 foi de 10,67% no acumulado, enquanto em 2016 foi de 6,29%. A taxa SELIC fechou 2015 em 14,15% e se manteve constante até agosto do ano seguinte, representando uma oportunidade de retorno maior neste mercado.

Houve crescimento do montante emitido ao longo dos meses do ano de 2017 acompanhando a queda da taxa SELIC, dada a melhora da economia do país. A taxa iniciou o referido ano em 12,9% e em dezembro alcançou o patamar de 6,9%. Apesar disso, ao final do ano, o total emitido em operações foi de R\$8,9 bilhões em 134 operações mapeadas, representando um aumento do número de operações mas uma queda no montante total emitido. Esta queda de aproximadamente 50% em relação ao ano anterior, em termos de montante, pode ser mais bem analisada pelos tipos de operações que ocorreram nos dois anos. Em 2017 (e nos anos subsequentes), 100% das operações foram classificadas como operações de mercado, em contrapartida, em 2016, este percentual foi de, aproximadamente, representando R\$6,5 bilhões, montante menor que o de 2017. Pode-se notar, dessa forma, que houve um aumento do número de operações de mercado, que são caracterizadas desta maneira por desenvolverem o mercado de crédito e terem uma base pulverizada de investidores. As operações que não são caracterizadas desta maneira, puderam ser estruturadas por objetivos de arbitragem nas quais os cedentes (instituições financeiras), muitas vezes, eram também os investidores. Nestas operações, a taxa TR era usualmente utilizada como indexador (Uqbar, 2018). A pulverização está relacionada a quantidade de devedores por trás dos certificados emitidos e é um elemento importante de ser avaliado nos mercados de CRI e CRA, na medida em que quanto mais pulverizado for o lastro, menos concentrado é o risco do título emitido.

Ainda em 2017 o CRI não serviu, pelo menos na maior parte dos casos, como instrumento capaz de alavancar, de forma sustentável, o financiamento imobiliário das pessoas físicas (ANUÁRIO Uqbar, 2018b). A maior parte do lastro dos CRI emitidos foi de crédito imobiliário corporativo (93,1%) e com risco de crédito concentrado (caso de 91,7%

dos CRI emitidos, em face a 8,3% com risco pulverizado) e não de CRI com lastro originado de carteiras de crédito imobiliário residencial<sup>21</sup>.

Verificou-se em 2017 uma predominância da taxa DI como indexador dos CRI emitidos, respondendo a 56,7% do total, frente a 34,8% no caso do IPCA e 8,3% do IGP-M. O uso da taxa DI como indexador aumentou percentualmente em relação a 2016 num momento em que inflação e taxa de juros continuavam em queda, mas a taxa de juros saiu de 12,9% no início do ano para 6,9% ao final do ano, enquanto a inflação foi de 6,29% para 2,9% entre 2016 e 2017, no acumulado. O uso da taxa DI continuou mais atrativo em relação ao IPCA ou IGP-M, por conta do cenário macroeconômico (ANUÁRIO Uqbar, 2018b). O IPCA de 2016 no acumulado foi de 6,29% passando para 2,95% em 2017, enquanto a SELIC passou de 13,65% para 12,09% entre os referidos anos.

O montante emitido em 2018 em operações de CRI foi de 9,0 bilhões em 129 operações. CRI PF, representou 12,2% do montante total emitido. Já os CRI com lastro com devedores PJ (denominados CRI PJ), 87,5%, ainda com domínio, assim como em anos anteriores (ANUÁRIO Uqbar, 2019).

O impacto das edições das resoluções do BCB foi projetado também para 2018 permitindo um florescimento das operações de securitização imobiliária, mas ainda assim, não houve aumento significativo de emissões de CRI em termos de montante em relação ao ano anterior, fato explicado pelo resultado da diminuição de emissões corporativas, por conta do ambiente pouco estável resultado da greve dos caminhoneiros e realização de eleições (ROSA, 2018).

Na mesma linha de anos anteriores, CRI com risco de crédito concentrado detiveram a maior parte das emissões no ano, com 82,6% do total. De forma complementar, 17,4% das emissões foi de risco de crédito pulverizado, representando um aumento em relação ao ano anterior, ou seja, mais CRI com devedores PF, apontando para um horizonte em que o CRI passa a cumprir seu objetivo crucial de servir como meio para aumentar o financiamento imobiliário residencial (ANUÁRIO Uqbar, 2019).

A taxa DI continuou predominante como indexador dos CRI emitidos, em termos de montante emitido, representando 49,7% do total. Observa-se uma queda na preferência da referida taxa como indexador em relação aos anos anteriores. Para entender essa mudança, é crucial entender o movimento da taxa SELIC, que, em 2018, como já foi observado, a se comportou em 6,4% ao longo do ano (figura 4), apresentando queda no segundo semestre de

---

<sup>21</sup> Entende-se por CRI com risco de crédito concentrado os que têm poucos devedores no crédito do lastro. Quando há múltiplos devedores no lastro, o CRI é denominado como pulverizado.



2019. Enquanto o IPCA, aumentou de 2,95% em 2017 para 3,75% em 2018, voltando a aumentar em 2019 para 4,31% (figura 3). Em 2018, o montante de títulos indexados ao IPCA aumentou de 34,8% para 39,5% em termos de montante (ANUÁRIO Uqbar, 2019b).

Em 2019 o mercado de CRI saltou em termos de montante emitido, alcançando o recorde de R\$9 bilhões em 2018 para R\$22,1 bilhões em 2019, representando um aumento de 145,5%, indicando um aquecimento grande, com alta demanda de investidores provenientes de plataformas de investimento e que buscavam melhores retornos, num cenário de queda da taxa SELIC e aceleração da inflação (ANUÁRIO Uqbar, 2020). Com o desenvolvimento maior do mercado de CRI em comparação ao de CRA, havia mais opções de riscos e retornos nas ofertas desses títulos e maior demanda por parte dos gestores dos fundos de investimento (MELLO, 2021). Além disso, o setor imobiliário ganhou mais fôlego com o crescimento de 1,6% da construção civil após cinco anos seguidos com resultados negativos (AGÊNCIA CBIC, 2020). De acordo com FRANÇA (2020),

“O ano de 2019 trouxe grandes notícias para a construção civil, sendo um período de fortalecimento para o setor e de retomada do mercado imobiliário. Evoluímos nos principais números: geração de empregos, vendas e lançamentos de imóveis, melhora do PIB da construção e a importante redução da taxa de juros possibilitando novas ofertas de financiamento e mais acesso à moradia para as pessoas”.

Considera-se como fator importante para maior dinamização do setor imobiliário a queda da taxa de juros no período, permitindo a mais famílias a inclusão no sistema de crédito (AVALION, 2019).

O tipo de devedor preponderante dos CRI em 2019 foi, novamente, PJ, com percentual de 90,6%, enquanto PF representou uma parcela de 8,4% e governo e multidevedor, 1%. Isso se reflete no risco de crédito, que em 87,1% dos CRI emitidos, foi corporativo e em 12,9%, pulverizado (ANUÁRIO Uqbar, 2020), representando uma mudança não muito expressiva em relação ao ano anterior.

Quanto a remuneração, não se viu muita diferença no mercado de CRI em relação a 2018. 50,5% dos títulos foram atrelados à taxa DI, enquanto 37,4% ao IPCA e 8,6% ao IGP-M, sendo 3,6% a outros ou nenhum indexador (ANUÁRIO Uqbar, 2020).

O ano de 2020 foi um ano atípico para toda a economia brasileira incluindo o mercado de securitização, que se adaptou à nova realidade, com adoção de novas medidas regulatórias. Em números, em 2020 houve uma queda em termos de montante em emissões de CRI, com

um total registrado R\$16,86 bilhões, resultado de 269 operações. Um aumento em relação ao número de operações realizadas à despeito da diminuição do ritmo das emissões no primeiro semestre do ano, resultado dos efeitos da pandemia, num cenário macroeconômico de redução das taxas de juros, aumento da inflação e com taxa de desemprego em 13,5%, a maior desde 2012. CRI PJ continuou preponderando sobre os CRI PF, com 86,7% das emissões do primeiro tipo, frente a 12,3% do segundo – um cenário ainda distante do que se espera no mercado em termos de aproximação com as PF, enquanto devedoras (multidevedor e governo representaram 1% do total). A ordem do padrão do risco de crédito continuou com predominância do risco concentrado com 82,2% frente ao pulverizado, com 17,8% (ANUÁRIO Uqbar, 2021).

Em relação as taxas utilizadas como indexadores, se observou um movimento de queda na utilização da taxa DI nas operações de CRI (30,0%). Em contrapartida, os índices que mensuram a inflação ganharam espaço como indexadores, principalmente o IPCA, que respondeu a 58,2% do total. O IGP-M respondeu a 8,6% e outros ou nenhum índice, a 3,2%. Com a crise sanitária causada pela COVID-19, a inflação voltou a aumentar, fechando o ano em 4,52%. A SELIC ficou no patamar de 1,9% do segundo semestre até o início do ano seguinte, após sucessivas quedas. Esses movimentos da taxa de inflação e da SELIC explicam a indexação dos títulos ao IPCA e IGP-M (ANUÁRIO Uqbar, 2021).

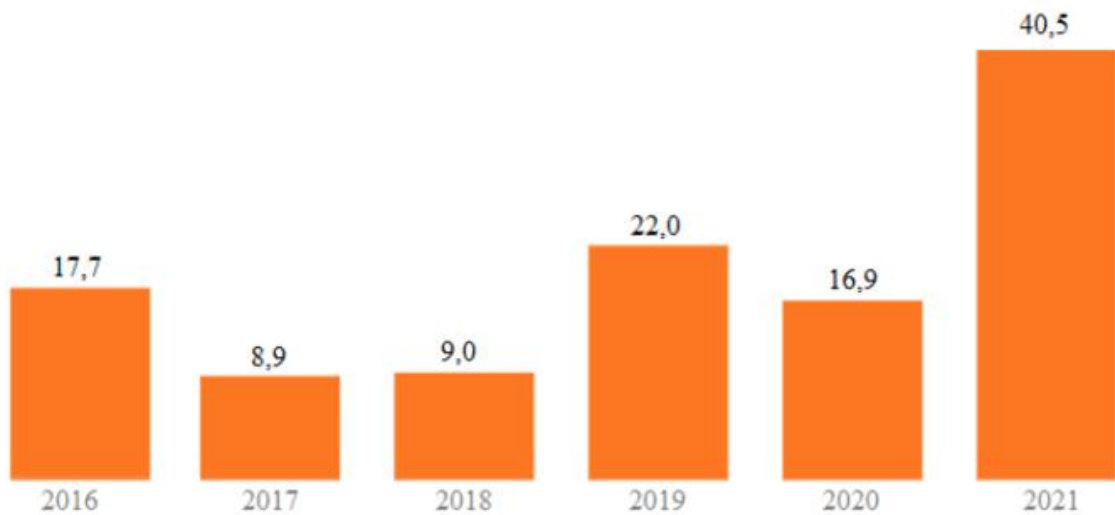
Em 2021 o retrato do mercado de securitização já era bastante diferente em termos de estrutura, em comparação com o ano de 2016, tanto pelas inovações regulatórias e tecnológicas (relacionados às operações de securitização), quanto pela relação do investidor, originador e veículos de securitização com o mercado. No ano de 2021 as emissões de CRI aumentaram, aproximadamente, 140% em relação ao ano anterior em termos de montante, alcançando a marca de R\$40,5 bilhões em 479 operações mapeadas (ANUÁRIO Uqbar, 2022). O impressionante salto se explica pelo contexto macroeconômico de subida da taxa de juros e do IPCA mas também pelo crescimento do mercado imobiliário, com mais lançamentos e vendas, que auferiram aumentos de 25,9% e 12,8%, respectivamente (CNN Brasil, 2022).

Por mais um ano, o tipo de investidor preponderante foi da categoria de CRI PF (88,0%), frente a CRI PF (7,1%) e multidevedor (4,9%). Isso se reflete novamente no tipo de risco de crédito dos CRI, em que somente 21,6% foi pulverizado enquanto 78,4% foi corporativo. Uma realidade ainda distante da ideal para atendimento do objetivo central de financiamento imobiliário residencial no âmbito do SFH (ANUÁRIO Uqbar, 2022).

O IPCA ganhou mais espaço frente a taxa DI como indexador utilizado na remuneração dos investidores, respondendo a 79,7% das emissões de CRI, frente a 15,9% no caso da taxa DI. O IGP-M foi utilizado em 1,0% das emissões e outros ou nenhum índice, 3,4%. O cenário macroeconômico tem poder explicativo (ANUÁRIO Uqbar, 2022). Em 2021, a taxa SELIC começou o ano em 1,9%, chegando a 9,15% em dezembro, enquanto o IPCA fechou 2021 em 10,06%, no acumulado, estourando a meta de inflação estabelecida pelo Banco Central.

O Gráfico I mostra a evolução das emissões de CRI e o Gráfico II, a dinâmica do risco de crédito, ao longo do período.

**Gráfico I - Emissões de CRI (R\$ Bilhões)**



Fonte: Adaptado de ANUÁRIO Uqbar, 2022

**Gráfico II – Risco de crédito: CRI (%)**



Fonte: Adaptado de ANUÁRIO Uqbar, 2022

#### 4.4.3 Variações no mercado de CRA entre 2016 e 2021

Para o mercado de CRA, 2016 representou um ano de resistência frente a redução da produção e preços de alguns dos importantes produtos produzidos e exportáveis como a soja, com um mercado de capitais voltado ao agronegócio em desenvolvimento. Mesmo sem uma instrução específica (a CVM nº 600 só entrou em vigor em 2018), a grande expansão das emissões de CRA foi resultado de fatores como a isenção de tributação sobre os rendimentos dos títulos para investidores pessoa física (PF); atuação do órgão regulador direcionada ao referido mercado; e a forte atuação dos agentes de mercado, como securitizadoras e distribuidoras (ANUÁRIO Uqbar, 2017).

O montante emitido em operações de CRA em 2016 foi de R\$14,22 bilhões em 43 operações mapeadas. Um recorde até então. A maior parte do lastro dos títulos emitidos, 90,8%, foi de natureza corporativa frente a 8,8% de CRA PF e outros tipos de lastro presentes em apenas 0,4% dos CRI emitidos. Para o captador, o custo baixo foi decisivo para a tomada de crédito. Além disso, muitas empresas podiam ter a oportunidade de utilizar da cessão de direitos creditórios para emissão de CRA, dada a abrangência da Lei 11.076/04, conforme já explicitado. O CRA tende a ter uma natureza de risco de crédito mais concentrada do que o CRI (LOPES, 2021). A predominância do tipo de devedor está intimamente relacionada ao risco de crédito. Um certificado com predominância de devedores PJ (Pessoa Jurídica) é geralmente associado a poucos indivíduos (ou somente um). Certificados devidos por PF (Pessoal Física) tem a característica de ter vários devedores, categorizando o risco pulverizado de crédito (que em 2016 só representou 8,8% do total). Se há predominância do risco de crédito concentrado, é porque há poucos pequenos produtores rurais e revendedores de

produtos utilizando-se do CRA como meio para obtenção de recursos. Em contrapartida, se há aumento de operações com risco de crédito pulverizado, há indicação de maior dinamização da pequena agricultura e revenda de produtos e, dessa forma, o CRA atende ao seu propósito principal (JUNQUEIRA, 2020)<sup>22</sup>.

Seguindo o mesmo padrão de ordenamento apresentado desde 2010, a taxa DI foi, em 2016, a mais utilizada como indexador dos CRA emitidos assim como nos CRA, correspondendo a 82,9% do total, enquanto o IPCA correspondeu a 16,4%, enquanto outros índices ou nenhum, responderam a 0,7% (ANUÁRIO Uqbar, 2017).

O montante emitido em operações de CRA em 2017 foi de R\$13,35 bilhões em 56 operações mapeadas, representando uma pequena queda em relação ao ano anterior. O principal tipo de devedor foi PJ, em 88,8% dos CRA emitidos, frente a 7,3% CRA PF e 3,9% multidevedor (ANUÁRIO Uqbar, 2018).

O risco de crédito concentrado predominou frente ao pulverizado, com 89,9% do total. Em contrapartida, em volume, o número de operações cujo lastro é pulverizado se expandiu, representando um aumento da utilização de financiamento por revendedores de produtos e produtores rurais diversificados. O segmento que mais auferiu participação no total emitido foi o sucroenergético, respondendo por 46% do total. O indexador mais utilizado para remuneração foi novamente a taxa DI como no ano anterior, respondendo por 88,7% das emissões, frente a 10,6% do IPCA e 0,7% outros índices ou nenhum (ANUÁRIO Uqbar, 2018).

O volume emitido em 2018 atingiu R\$6,73 bilhões em 43 operações, representando uma queda de 49,6% em termos de montante e 23,2% em termos de número de operações (ANUÁRIO Uqbar, 2019b). Alguns fatores que podem explicar a queda são a queda da taxa de juros no início do ano e a piora da rentabilidade, a expectativa de uma regulação que demorou a entrar em vigor (a instrução CVM nº 600 só saiu no segundo semestre 4º semestre do ano) e a instabilidade causada pelas eleições (Seu Dinheiro, 2018).

O tipo de devedor que prevaleceu nos CRA emitidos foi, novamente, PJ em 88%, frente a 23% de PF. O risco de crédito na maior parte dos CRA emitidos foi o concentrado, em 85,4% frente a 14,6% do pulverizado. Uma possível razão para esse resultado se repetir “é que a originação, estruturação, colocação e gestão para o segundo tipo de operação tende a ser mais complexo e trabalhoso” [sic] (Uqbar, 2019).

---

<sup>22</sup> Informação concedida pelo sócio da Uqbar, Pedro Junqueira, à Terra Magna em 21 jan. 2020. Disponível em: <<https://terramagna.com.br/blog/o-mercado-de-capitais-e-o-agro-em-2019/>>. Acesso em: 28 de julho de 2022.

O tipo de remuneração que prevaleceu em 2018 foi a taxa DI em 84,8% dos CRA emitidos no ano, enquanto o IPCA ficou com 11,2% da parcela e outros ou nenhum indexador, 4,1%. Já no segundo trimestre do ano, a taxa DI passa a perder espaço como indexador abrindo espaço para a preponderância do IPCA nos períodos seguintes (ANUÁRIO Uqbar, 2019b). Já no período do terceiro trimestre do ano, o IPCA foi utilizado em aproximadamente 10% das emissões, apresentando um crescimento acelerado no período. Vale ressaltar que, de 2017 a 2018, a inflação passou de 2,95% para 3,75%.

As emissões voltaram a crescer em 2019 após dois anos consecutivos de queda. O montante emitido foi de 12,4 bilhões, representando um aumento de 84,25% em relação ao ano anterior. Os segmentos que mais utilizaram do mecanismo foram o sucroenergético, correspondendo a 50,6% da porcentagem, seguido de insumos agrícolas, com 16,4% e atividades agropecuárias com 11,6% (ANUÁRIO Uqbar, 2020b).

A edição da instrução CVM nº 600 em 01 de agosto de 2018, que dispunha sobre os CRA, pode vista como uma das razões que impulsionaram a expansão do mercado em 2019. “Com a normatização específica, o interesse de grandes empresas do setor como JBS, Marfrig e Minerva, para acessarem essa fonte de *funding* aumentou” (TERRA MAGNA, 2020). Além disso, a queda da taxa SELIC ao longo de 2019 fez aumentar a demanda dos investidores por outras opções de investimento como o CRA. Apesar de, em 2019, a maior parte da indexação desses títulos terem sido indexados à taxa DI (64,8%), houve uma queda desse tipo de indexação em relação ao ano anterior (em 2018, 84,8% dos CRA foram indexados à taxa DI), justamente por conta do comportamento de queda da SELIC. Em contrapartida, o IPCA foi mais utilizado como indexador passando de 11,2% em 2018 para 29,1% em 2019, acompanhando o comportamento da inflação, que foi de 4,31% no acumulado, no referido ano em comparação a 3,75% do ano anterior (ANUÁRIO Uqbar, 2020b).

Em 2020, 85,9% dos devedores foram PJ, 4,5% PF e 9,6% multidevedor. 85,1% das emissões foram corporativas e 14,9% pulverizadas, em linha com o que se espera como reflexo da predominância de devedores PJ, repetindo o comportamento de anos anteriores (Uqbar, 2020). Segundo artigo disponível no site da TERRA MAGNA (2020),

“Quase duplicar a emissão de CRAs foi uma grande evolução para o agronegócio brasileiro. Agora, o próximo passo é, com o suporte da tecnologia, viabilizar a pulverização desse tipo de título para que o credor tenha mais opções de investimento e o produtor rural mais acesso ao crédito que tanto precisa”

A pandemia não fez diminuir o ritmo das emissões de CRA como no caso dos CRI, pois o setor do agronegócio continuou a se comportar bem (RAGAZZI, 2021). Apesar do período crítico imposto pela COVID-19, todos os segmentos do agronegócio tiveram variação positiva e o PIB do setor cresceu em 24,31% (CNA Brasil, 2021).

Diferentemente do mercado de CRI, o montante de CRA emitidos aumentou em 2020 em relação ao ano anterior, perfazendo em total de R\$15,8 bilhões em 65 operações, em face aos R\$12,4 emitidos em 2019. Ainda no referido ano, os principais devedores foram, novamente, PJ, em 86,2% das operações, enquanto PF representou 13,8%. Nesse sentido, o risco de crédito concentrado ainda predominou frente ao risco de crédito pulverizado. O setor continuou demonstrando capacidade de se financiar via securitização, mas sem predominância de múltiplos devedores nos lastros dos títulos emitidos (ANUÁRIO Uqbar, 2021b).

O IPCA como indexador nas emissões de CRA em 2020 seguiu o comportamento de expansão que começou a ser apresentado no terceiro trimestre de 2018, perfazendo 71,9% das emissões no ano, frente a 17,2% das emissões que utilizaram a taxa DI e 10,9% outros indexadores ou nenhum. Foi uma mudança inédita, pois o IPCA nunca representou mais de 1/3 como indexador nas emissões de CRA (ANUÁRIO Uqbar, 2021b). O comportamento condiz com o ambiente macroeconômico do período, em que o IPCA continuou crescendo (alcançando 4,52% no acumulado de 2020) e a taxa SELIC alcançou mínimas históricas.

O montante emitido no mercado de CRA em 2021 foi 59,8% maior do que no ano anterior, perfazendo um total de R\$25,26 bilhões em 126 operações (um aumento de 93,8% em termos de número de operações). Houve um aumento nos segmentos que utilizaram o CRA como meio para captação de recursos, de 9 segmentos em 2020 para 12 em 2021 (ANUÁRIO Uqbar, 2022b). O crescimento do PIB do setor do agronegócio em 10,8% e a escalada da taxa de juros e o salto do IPCA, tornaram o CRA mais atrativo, tanto por ser um título de renda fixa quanto por ser um título isento de IR (TRADEMAP, 2022).

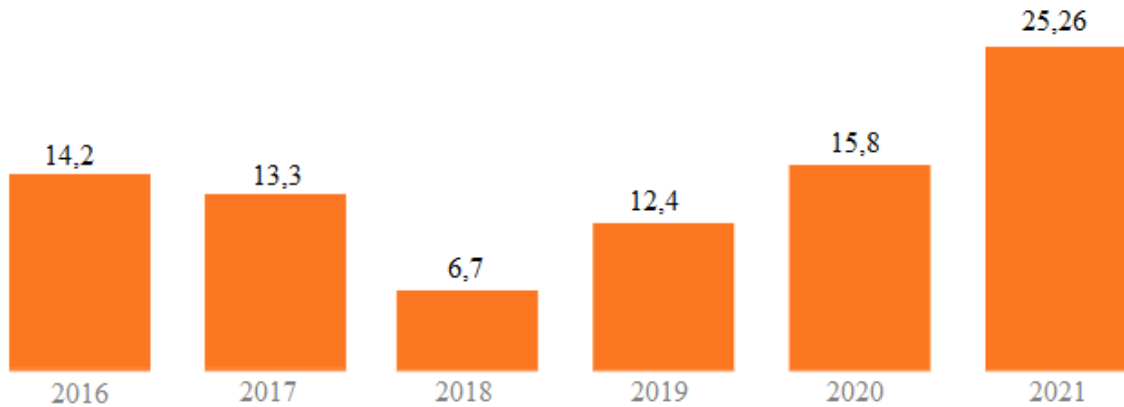
O tipo de risco de crédito concentrado ainda preponderou nos CRA emitidos em 2021 como tradicionalmente, representando 90,1% do total, frente a 9,9% de CRA com risco de crédito pulverizado. Também se manteve o comportamento predominante de PJ como devedor principal, representando 89,4% do total emitido, enquanto PF representou 6,8% e multidevedor, 3,86%. Isso mostra que, ainda em 2021, o CRA não alcançou em grande escala quem mais tem dificuldade para obter financiamento, que são os pequenos e médios produtores rurais (ANUÁRIO Uqbar, 2022b).

Como nos CRI, o IPCA serviu como principal indexador das emissões de CRA em 2021, correspondendo a 76,7% das emissões, frente a 18,1% da taxa DI e 5,2% outros

indexadores ou nenhum, por conta das variações positivas das referidas taxas (ANUÁRIO Uqbar, 2022b).

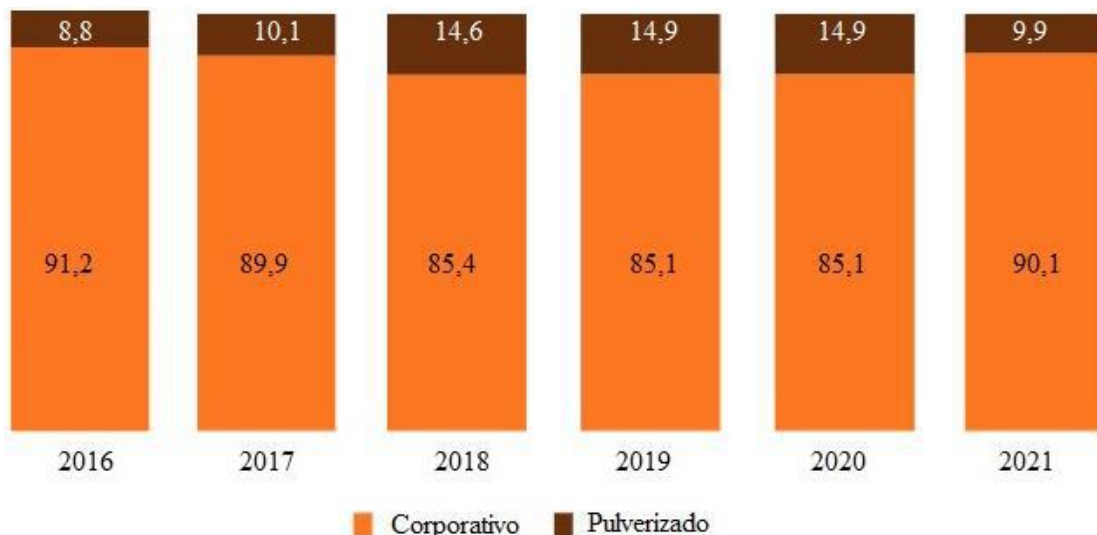
O Gráfico III mostra a evolução das emissões de CRA e o Gráfico IV, a dinâmica do risco de crédito, ao longo do período.

**Gráfico III - Emissões de CRA (R\$ Bilhões)**



Fonte: Adaptado de ANUÁRIO Uqbar, 2022b

**Gráfico IV – Risco de crédito: CRA (%)**



Fonte: Adaptado de ANUÁRIO Uqbar, 2022b

#### 4.4.4 Variações no mercado de FIDC entre 2016 e 2021

Apesar do ano de recessão em 2016, houve a maior expansão das operações de FIDC no referido ano desde 2011, analisando-se os números de patrimônio líquido do mercado. O FIDC NP teve grande importância para a consolidação dessa expansão por conta da

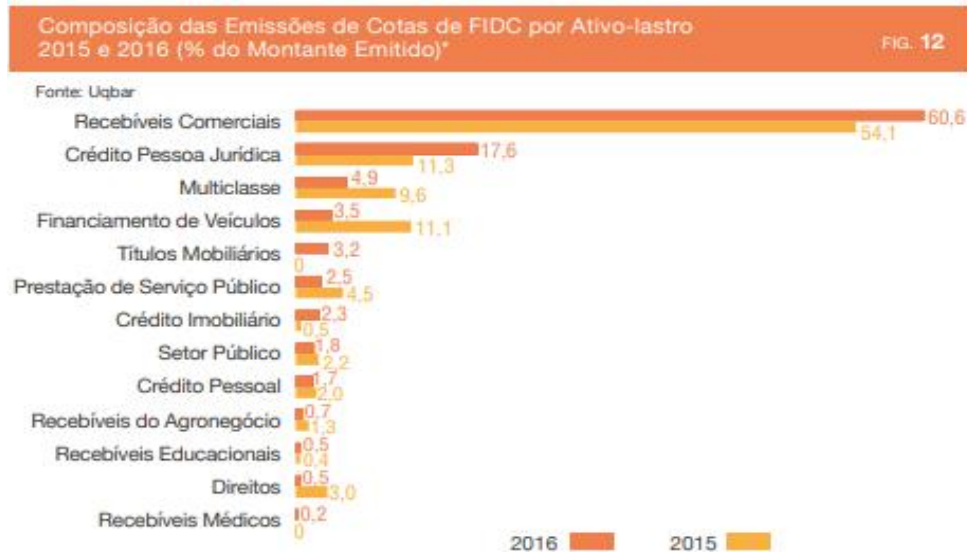


diversidade de direitos creditórios que podem ser utilizados, não dependendo, nesse caso, de um bom desempenho da economia no geral. A queda da atividade econômica possibilitou, inclusive, a originação de direitos creditórios para as operações dos FIDC NP. Em períodos de crise é mais comum casos de insolvência por parte de agentes econômicos. No caso de PF, a inadimplência aumenta com dívidas de cartões de crédito e crédito consignado e, no caso de PJ, com duplicatas e cheques, havendo, em alguns casos, pedido de recuperação judicial ou extrajudicial (ANUÁRIO Uqbar, 2017).

Em 2016 em termos de patrimônio líquido consolidado, o mercado de FIDC perfez a cifra de R\$65,71 bilhões, sendo 49,64% desse total, decorrente do FIDC NP, em face a um montante de patrimônio líquido de R\$58,89 do ano anterior. Ao final de 2016, havia 524 FIDC no mercado. Vale ressaltar que, como consequência da diminuição da oferta de crédito bancário no referido período (com uma queda de 3%) marcado pela recessão, o interesse por FIDC aumentou como alternativa para obtenção de recursos (SINFAC-SP, 2016).

Uma maneira eficiente de se analisar os FIDC é através do tipo de ativo-lastro que os compõem. Em 2016, os recebíveis comerciais (categoria na qual estão inseridos os recebíveis oriundos de vendas financiadas de bens ou serviços por pessoas jurídicas. Esses financiamentos geralmente têm prazo de 30 a 90 dias, apenas) representaram a maioria, com um percentual de 60,6% sobre o total das emissões de cotas de FIDC (ANUÁRIO Uqbar, 2017). O Gráfico I abaixo apresenta os percentuais, em relação ao total (R\$35,2 bilhões, no caso de 2016) das cotas emitidas por ativo-lastro nos anos de 2015 e 2016. O FIDC Sistemas Petrobrás NP, por conta do montante desproporcional, não foi considerado no Gráfico V, para evitação de distorções.

**Gráfico V - Composição das emissões de cotas de FIDC por ativo lastro em 2015 e 2016 (em % sobre o montante emitido no ano)**



Fonte: ANUÁRIO Uqbar, 2017, p. 53.

Em 2017 o patrimônio líquido consolidado foi de R\$80,52 milhões (22,3% de crescimento em relação a 2016), sendo 40% decorrente de FIDC NP, em 408 fundos operantes. Das cotas emitidas, preponderaram como ativo-lastro os Recebíveis Comerciais (78,97%), seguido de Multiclasse (3,98%) e Setor Público (3,76%), tendo este último, correspondido somente ao FIDC NP. Também em 2017, parte do crescimento do FIDC é explicado pela diminuição da cessão de crédito subsidiado. A emissão de cotas alcançou a cifra de R\$47,74 bilhões, representando um aumento de 33,9% em relação ao ano anterior (ANUÁRIO Uqbar, 2018c).

É interessante notar que o crescimento do uso do FIDC como meio de captação para as *fintechs*, empresas de tecnologia financeira, em 2017 passa a ser significativo, representando o bom desenvolvimento das inovações financeiras e o potencial para mudança da realidade de intermediação bancária tradicional (ANUÁRIO Uqbar, 2018c). Essas empresas conseguem, dessa forma, driblar o spread bancário e a concentração existente no mercado de crédito. Exemplo disso foi o Nubank, que conseguiu captar R\$250 milhões via FIDC em 2017, registrando a maior operação de securitização na América Latina de uma *fintech* (Fintech Lab, 2017).

Em 2018 o patrimônio líquido consolidado foi de R\$102,52 bilhões (um aumento de 27,3% em relação ao ano anterior), sendo 43,91% desse total, referente aos FIDC NP. Contabilizou-se no período, 748 fundos em operação. O aumento se deve a expansão das principais categorias de ativo-lastro, principalmente os Recebíveis Comerciais. Fatores como aumento de demanda de meios de financiamento por parte das empresas para fins de capital

de giro, amortização de dívidas, investimentos ou liquidez e, pelo lado dos indivíduos, aumento da demanda de capital para consumo, combinados ao ambiente macroeconômico de queda de taxa de juros e andamento da agenda econômica com viés liberal, foram benéficos para o mercado de FIDC (ANUÁRIO Uqbar, 2019c).

A cifra de cotas de emitidas ficou em R\$43,85 bilhões (8,1% a menos que o ano anterior), mas o montante líquido aumentou de forma significativa, conforme citado, além da captação líquida, que passou de R\$6,47 bilhões em 2017 para R\$11,85 bilhões em 2018. (ANUÁRIO Uqbar, 2019c)

A taxa de crescimento do crédito bancário, desde 2016, não foi maior que a taxa de crescimento do mercado de FIDC, até então. Isso mostrou, mais uma vez, que o fundo é uma ferramenta que pode atender a diversos setores da economia e diversos investidores com aversões distintas ao risco, de forma superior ao crédito bancário (ANUÁRIO Uqbar, 2019c).

O crescimento no mercado de FIDC também foi expressivo em 2019, como para os mercados de CRI e CRA. O patrimônio líquido aumentou 50,6% em relação ao ano anterior, enquanto de 2017 a 2018, o crescimento foi de 27,3%. O montante emitido alcançou R\$77,3 bilhões, representando um aumento de 76,28%, sendo 45,2% de FIDC NP. A predominância dos Recebíveis Comerciais continuou como classe predominante de ativo-lastro, repetindo o comportamento histórico da dinâmica (ANUÁRIO Uqbar, 2020c)

Uma das razões para este crescimento histórico foi a dificuldade de acesso ao crédito bancário das pequenas e médias empresas, ainda como reflexo da recessão (BRANDÃO, 2020). Em um contexto como esse, o que pode se constatar é que

(...) instituições financeiras tradicionais (grandes bancos) (...) passam apenas a conceder crédito para empresas de grande porte, Project Finance de infra estrutura, investimentos estruturados em empresas de logística, além claro daquelas corporações que apresentam capacidade de alocar ativos valiosos como garantia dos empréstimos tomados (BRANDÃO, 2020).

O cenário de diminuição da taxa de juros e a consequente procura dos investidores por opções mais rentáveis, também ajudou a dinamizar o mercado de FIDC em 2019 (FIUZA, 2019).

O patrimônio líquido consolidado em 2020 foi de R\$173,79 bilhões, representando um aumento de 12,5% em relação ao ano anterior, no mercado de FIDC. Um crescimento menos acelerado que o de 2019. Desse total, 50,1% foram referentes a FIDC NP. O total de

fundos em operação durante o ano foi de 1.054. Novamente, com alta margem, os Recebíveis Comerciais continuaram como principal ativo-lastro nas emissões de FIDC representando um percentual de 43,4% das emissões que perfizeram a cifra de R\$72,11 bilhões (ANUÁRIO Uqbar, 2021c).

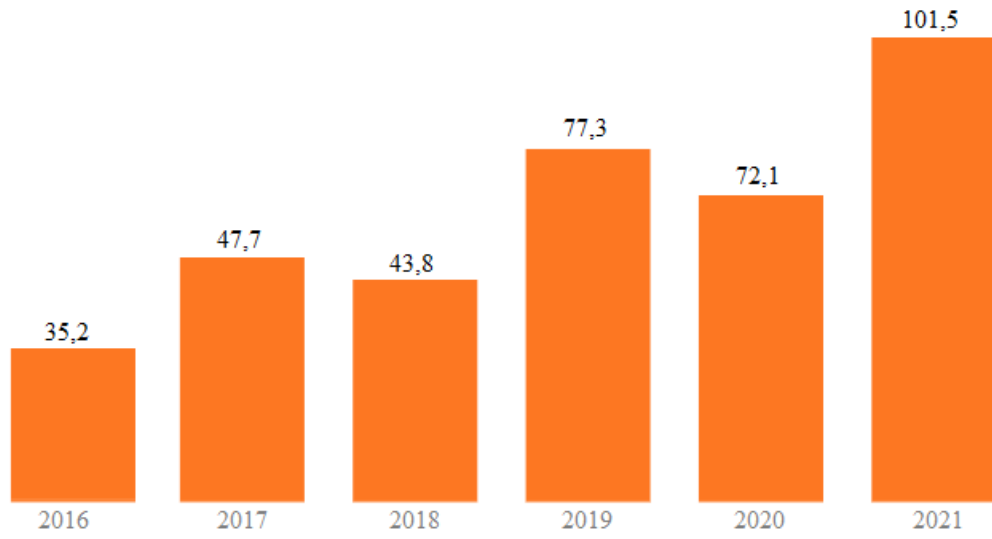
Pela primeira vez em 5 anos, os fundos Multicedente e Multissacado de FIDC caíram (5,5%) em termos de montante de patrimônio líquido (consolidado). A denominação Multicedente Multissacado está relacionada ao fundo com múltiplos cedentes de recebíveis (originadores) e múltiplos devedores (sacados). Os créditos desses fundos têm a característica de serem originados de micro, pequenas e médias empresas e serem de curto prazo. A queda no montante deste tipo de fundo esteve relacionada aos efeitos negativos que a pandemia levou aos pequenos negócios. Gestores desse tipo de fundo optaram, no período, por diminuir ou suspender a aquisição de direitos creditórios. (ANUÁRIO Uqbar, 2021c).

A variação de 6,7% negativa da emissão de cotas de FIDC foi considerada dentro da normalidade no mercado. Apesar do estresse causado no mercado de capitais pela pandemia, as aplicações em FIDC se mostraram resilientes, provando que o fundo é uma boa alternativa para proteção do capital e para retorno financeiro mesmo em contexto de elevada incerteza e volatilidade dos mercados, além de inadimplência (Uqbar, 2021).

O patrimônio líquido alcançou a cifra de R\$223,62 bilhões (um aumento de 28,67% em relação ao ano anterior, representando um aumento mais acelerado do ocorrido em 2020 em relação a 2019) e se reduziu a representatividade dos FIDC NP de 49,5% para 44,4%. O número de fundos em operação aumentou novamente, alcançando o número de 1.335 (aproximadamente 26% a mais que o ano anterior) e o montante emitido em cotas fez a cifra de R\$101,53 bilhões, representando um aumento de 40,8% em relação a 2020, quando se registrou R\$72,11 bilhões (ANUÁRIO Uqbar, 2022c).

Conforme já mencionado, observou-se que o mercado de FIDC se mostrou resiliente frente ao estresse causado no mercado financeiro pela pandemia. Com isso, o mercado se inclinou de forma mais confiante em relação às operações de FIDC, pela eficiência que demonstrada em proteger o patrimônio dos cotistas e gerar retornos (Portal do Fomento, 2021).

Com a chegada da vacina e o reaquecimento da economia em termos produtivos, com diminuição do desemprego e aumento do PIB puxado pelo setor de serviços e indústria, o FIDC MM voltou a crescer em 2021, alcançando o montante de R\$28,05 bilhões – um aumento de 38,8% em relação ao ano anterior (ANUÁRIO Uqbar, 2022c).

**Gráfico VI - Emissões de FIDC (R\$ Bilhões)**

Fonte: Adaptado de ANUÁRIO Uqbar, 2022c

## 5 MUDANÇAS NO MERCADO DE SECURITIZAÇÃO A PARTIR DE 2020

No mercado de capitais, em resposta às demandas latentes dos agentes do mercado de securitização e frente à realidade imposta pela pandemia, a CVM implementou novas edições e atualizações normativas com a finalidade de propiciar um conjunto de regramentos mais abrangente, claro e que criasse melhores condições à realização das operações de securitização como a implementação de assembleias digitais, com a publicação da instrução CVM nº 625 de 14 de maio de 2020, cujo intuito foi de permitir a realização de assembleias virtualmente com o padrão de qualidade equivalente de assembleias presenciais, sem supressão de direitos dos investidores e com a criação da Superintendência de Supervisão de Securitização (SSE) em 2021 pelo decreto nº 10.596, com as competências de:

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. (Decreto nº 10.596 de 08 de janeiro de 2021, artigo 28º-A)

Vale destacar que em 2020 foi editada a MP nº 992, que tinha o objetivo de possibilitar a alienação fiduciária compartilhada e representaria um avanço no mercado de securitização e imobiliário, ao permitir que um mesmo imóvel pudesse ser utilizado como garantia, por um mesmo credor, para mais de uma operação de crédito. Todavia, tal MP teve seu prazo de vigência extinto no dia 12 de novembro de 2020 e não chegou a ser votada pelo Congresso Nacional.

Além das mudanças já elencadas, o presente capítulo irá tratar especialmente das inovações trazidas pela Instrução CVM nº 60 e pela MP nº 1.103 (que caracteriza o “Novo Marco da Securitização”) ao mercado de securitização, tratando, ao fim, de aspectos relacionados a dimensão ASG (Ambiental, Social e Governança), temática com potencial de transformação significativa para o mercado.

### 5.1 INSTRUÇÃO CVM Nº 60

O edital de audiência pública 05/20 resulta na instrução CVM nº 60 de 23 de dezembro de 2021, que nasceu com o objetivo de ser um marco regulatório para as companhias securitizadoras, criando elementos regulatórios, operacionais, estruturais (de

governança e órgãos internos, por exemplo) e informacionais, entendidos como os mais adequados pelos agentes de mercado especificamente para tais companhias.

Com a edição da nova instrução, foram revogadas a CVM nº 414 e a CVM nº 600, que dispunham sobre os CRI e CRA, respectivamente. Apesar disso, os elementos presentes nessas duas normas foram consolidados na mais recente, de forma a condensar numa só instrução as regras para emissão dos certificados. Para os CRI e CRA, os comandos específicos se encontram nos anexos I e II da CVM nº 60.

Passa a existir duas categorias para registro das securitizadoras – a categoria ‘S1’ e a ‘S2’. O registro na primeira categoria é direcionado às companhias cujas operações forem realizadas com a instituição de um regime fiduciário, exclusivamente, e dessa forma, com a constituição do patrimônio separado que não se confunde com o da securitizadora, e o registro na segunda categoria, às que irão realizar as operações com ou sem a instituição do regime. Antes da edição da nova instrução, o registro das companhias securitizadoras se dava nos moldes da instrução CVM nº 480 de 07 de dezembro de 2009, que não contemplava suas peculiaridades de emissão com instituição de patrimônio separado e emissão de certificados com lastro em recebíveis. Tal instrução dispõe, de forma ampla, sobre o registro de companhias abertas emissoras de títulos negociáveis no mercado de capitais.

Nesse contexto, a nova resolução objetiva conferir proteção ao investidor ao fornecer uma maior transparência para o mercado aumentando o nível informacional, bem como a adequação da regulamentação aplicável as companhias securitizadoras às atividades exercidas por tais emissores, implementando uma abordagem customizada, reduzindo o custo de observância regulatória para as companhias securitizadoras (JORGE E TRICA, 2022).

Vale ressaltar a importante inovação trazida pela CVM nº 60, que é a possibilidade de criação da ‘securitizadora SPE’, com objetivo de atender demandas de segmentos que, para gozarem dos benefícios da securitização de forma semelhante a operação com instituição do regime fiduciário das companhias securitizadoras, utilizam da constituição de uma sociedade de propósito específico, por não haver previsão legal direcionada. A securitizadora SPE não deve ter registro na CVM nos casos em se enquadrar como subsidiária de uma companhia securitizadora já registrada na CVM na categoria ‘S2’, devendo os diretores de ambas serem os mesmos. Além disso, tem restrição de atuação aos negócios jurídicos que não são condicionados a uma previsão legal com instituição do regime fiduciário. Outra condição necessária é a unicidade da emissão em circulação. Fica a cargo das securitizadoras

registradas na CVM tomarem as medidas cabíveis a fim de reduzirem conflitos de interesses que possam ocorrer entre elas e suas subsidiárias.

Em relação às inovações trazidas sobre regras estruturais, a nova instrução atribui responsabilidades pela operação de securitização em si a um diretor estatutário e pelo cumprimento de regras, procedimentos, controles internos (*compliance*) e políticas a outro diretor estatutário, de acordo com o artigo 5º, sendo coibido o direcionamento das duas responsabilidades a uma mesma pessoa.

Em relação ao regime informacional, há obrigações que se assemelham às instruções direcionadas às securitizadoras imobiliária e agrícola como o envio periódico de demonstrações financeiras à CVM e relatório de agência classificadora de riscos em caso de oferta pública à investidores não qualificados, mas com novas adequações às securitizadoras subsidiárias e aos títulos de securitização emitidos por elas<sup>23</sup>.

## 5.2 O NOVO MARCO DA SECURITIZAÇÃO: MP Nº 1.103

A MP 1.103 nasce, após forte demanda dos agentes de mercado, como uma forma de acompanhar a expansão do mercado de securitização trazendo um conceito legal capaz de abarcar negócios jurídicos que não tinham uma regulação específica direcionada como no caso do CRI e do CRA, neste tipo de operação.

Com o Novo Marco da Securitização (como tem sido conhecida pelos agentes de mercado a MP), passa a haver a possibilidade de emissão de certificados de recebíveis com lastro em direitos creditórios de natureza que não a imobiliária e a do agronegócio por meio de uma securitizadora. Até então, o FIDC era o único instrumento de securitização versátil entre os instrumentos tratados neste trabalho, pois os direitos creditórios adquiridos eram originados de cedentes de diferentes setores da economia (inclusive dos setores imobiliários e do agronegócio).

A formalização dos, então, CR passa a se dar mediante termo de securitização como no caso da Leis nº 9.514 e 11.076, tendo que nele conter informações como o nome da companhia securitizadora, valor nominal dos certificados, tipo de remuneração, informações

---

<sup>23</sup> “No que tange ao regime informacional, nos termos da Resolução CVM 60, a companhia securitizadora deverá enviar a CVM as seguintes informações periódicas: (i) formulário de referência, (ii) informações cadastrais, (iii) informes mensais das emissões de CRI, CRA e de outros títulos de securitização em até 30 (trinta) dias contados do encerramento do mês a que se referirem, (iv) demonstrações financeiras auditadas da companhia securitizadora, incluindo relatórios da administração e do auditor independente em até 3 (três) meses do encerramento do exercício social; (v) demonstrações financeiras de cada patrimônio separado em até 3 (três) meses do encerramento do exercício social do patrimônio; (vi) relatórios elaborados pelo agente fiduciário de acordo com regulamentação específica e, (vii) caso existam títulos que não contem com regime fiduciário, formulário de informações trimestrais da companhia securitizadora”. (JORGE e TRICA, 2022).



de pagamento, a natureza dos direitos creditórios, entre outras, conforme artigo 22º da referida MP.

O Novo Marco estende a possibilidade de instituição do regime fiduciário sobre os direitos e bens relacionados à emissão dos CR, algo que só era possível para os CRI e CRA (mesmo a securitizadora de créditos financeiros não tinha a possibilidade de instituir regime fiduciário sobre os créditos). Tal regime deve ser instituído em declaração unilateral por parte da companhia securitizadora no termo de securitização, o qual deve estar submetido

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; III - a nomeação de agente fiduciário, quando se tratar de emissões públicas, que seja instituição financeira ou entidade autorizada para esse fim pelo Banco Central do Brasil, para atuar em nome e no interesse dos titulares dos Certificados de Recebíveis, 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. (Medida Provisória nº 1.103 de 15 de março de 2022, artigo 25º)

A instituição do patrimônio separado passa a ser factível para os certificados de recebíveis de forma ampla em benefício dos investidores independentemente da originação dos direitos creditórios lastreadores da emissão.

É definido o que se considera ‘operação de securitização’ nos termos dispostos da MP de forma a abarcar todas as emissões, algo que, na edição das Leis que deram origem ao CRI e ao CRA, não era contemplado. De acordo com a definição trazida, “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” (Medida Provisória nº 1.103 de 15 de março de 2022, artigo 17º, parágrafo único). Desta forma, a regulação brasileira para o mercado se alinha a internacional, podendo ser comparado ao Regulamento Europeu de Securitização e a *Dodd Frank Act* (MONTEIRO, 2022).

De forma independente da originação dos recebíveis, o mecanismo de revolvência passa a ser possibilitado aos CR, algo que era restrito somente ao CRA, por conta da natureza dos produtos do agronegócio, ou seja, a revolvência é ampliada. Com isso, novos direitos creditórios poderão ser adquiridos para composição do lastro dos certificados com o capital oriundo do pagamento dos direitos creditórios que inicialmente e exclusivamente

compuseram o lastro desses certificados. Esta possibilidade pode ser enxergada como um conflito quando se volta o olhar para os CRI e para a instrução CVM nº 60, pois, na referida instrução não é admitida a revolvência para os CRI. Nesse sentido, “Para que seja possível a revolvência em operações de CRI, a CVM precisará revisar seu posicionamento” (TOZZINI FREIRE ADVOGADOS, 2022).

No artigo 6º da MP, é trazida a possibilidade de a companhia securitizadora receber recursos dos investidores para a aquisição de direitos creditórios que serão utilizados para composição do lastro dos certificados, utilizando-se do dispositivo de chamada de capital (já trazido pela instrução CVM nº 60, mas elencado novamente na MP), que permite a aquisição faseada de tais direitos creditórios de acordo com o cronograma que se espera adquiri-los. Para isso, é necessário que a companhia celebre um compromisso de investimento com os investidores através de uma “promessa de subscrição e integralização de Certificados de Recebíveis” (Medida Provisória nº 1.103, artigo 6º). Este mecanismo se mostra benéfico às operações ao permitir que haja maior flexibilização em suas estruturas “trazendo uma forma de gestão de recursos mais eficiente” (TOZZINI FREIRE ADVOGADOS, 2022). No caso de operações com lastro pulverizado, a chamada de capital terá um potencial mais significativo, pois a capacidade de estruturação deste tipo de operação demanda mais tempo para aquisição dos recebíveis lastreadores.<sup>24</sup>

Outra inovação trazida pela MP é a possibilidade de emissão dos certificados em diferentes classes ou séries, com indicação no termo de securitização, permitindo ainda aditamentos para inclusão de outras classes ou séries. Permite-se ainda a existência de subordinação entre tais classes, no sentido de preferência na amortização, devendo também estar indicado no termo.

A possibilidade de dação em pagamento dos direitos creditórios lastreadores dos certificados conforme exposto no artigo 6º da MP também ganha destaque como inovação, “trazendo maior segurança jurídica às situações de liquidação do patrimônio separado” (TOZZINI FREIRE ADVOGADOS, 2022). Continua válida, como exposto na Lei 9.514 e 11.076, a constituição da promessa de pagamento em dinheiro, mas passa a haver a possibilidade de dação em pagamento. Este caso deve ser previsto no termo de securitização consoante à operação, junto a exposição dos procedimentos que serão adotados. “Com isso se torna possível encerrar emissões que se mostram inviáveis e que, no silêncio das regras

---

<sup>24</sup> De acordo com Vinicius Pádua, no vídeo de título: Marco legal da securitização de recebíveis. VBSO Advogados, 2022, min. 52:40. Disponível em: <<https://www.youtube.com/watch?v=RcQ46YQMd4s&t=4407s>>

existentes até a edição da Medida Provisória, ficavam suspensas em um “limbo” jurídico, sem uma possibilidade clara de solução alternativa” (MONTEIRO, 2022).

Em relação às regras fiscais, vale mencionar que o CR não é passível de gozar dos mesmos benefícios que o CRI e o CRA, pois nele incidirá normalmente a tributação aplicada aos outros títulos de renda fixa sobre os rendimentos auferidos por pessoas físicas, respeitando-se a tabela regressiva prevista na Lei nº 11.053 de 29 de dezembro de 2004.

Além disso, também é importante trazer a questão da oferta pública com esforços restritos. De acordo com a instrução CVM nº 476, os únicos certificados de recebíveis que podem ser emitidos sob sua égide são os CRI e CRA, até que haja alguma alteração nesse sentido.

### 5.3 AGENDA ASG (AMBIENTAL, SOCIAL E GOVERNANÇA)

Vale trazer como um aspecto inovativo que reflete no mercado de securitização, as discussões relacionadas a agenda *ESG* (*Environmental, Social and Governance*) ou ASG (Ambiental, Social e Governança) em português, que se intensificaram em 2020 e 2021 e receberam especial atenção da CVM, que em 17 de dezembro do último ano, editou a resolução CVM nº 59, alterando as instruções CVM nº 480 de 07 de dezembro de 2009 e CVM nº 481 de 17 de dezembro de 2009. O grande destaque dessa norma é o objetivo de maior divulgação de informações relacionadas à agenda ASG das companhias emissoras. Algumas mudanças introduzidas pela norma foram: i) a necessidade de divulgação anual, por parte das companhias emissoras, de informações ASG em relatório ou outro documento com igual objetivo; ii) Relatório com consideração da empresa emissora com os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), plano de ação global da Organização das Nações Unidas (ONU) e com as práticas de alinhamento da empresa emissora com tais objetivos; iii) Esclarecimentos acerca da diversidade social na composição da empresa (diretoria e empregados); entre outros. Este movimento se aproxima de um movimento que tem ganhado cada vez mais força em outras jurisdições. No Brasil, reflexo e causa desse contexto de aproximação da agenda ASG é o aumento da demanda por “investimentos verdes” e o estabelecimento de meios para mitigação de condutas que vão contra a transparência e alinhamento das práticas junto aos objetivos estabelecidos neste sentido (STUBER, Ricardo; FONSECA, Marcus; SARTORI, Carolina; PINHEIRO, Thais in Anuário Uqbar, 2022).

Hoje em dia, se vê, por parte da mídia, um foco maior direcionado à questão ambiental quando se trata de agenda ASG. Na realidade de um país desigual como o Brasil, o aspecto social deveria ter também potencial enorme e a securitização se relaciona a ele.

Em 2021, vimos as primeiras operações de CRI como ferramenta fundamental para facilitar o acesso a moradias populares, seja para facilitar o acesso ao crédito para oportunizar a aquisição de imóveis próprios, seja para viabilizar custos de locação acessíveis em moradias populares. Para os próximos anos espera-se o crescimento de CRIs voltados para o aspecto social em questão, além da consolidação dos chamados “CRIs Verdes” (STUBER, et al., 2022)

## 6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A mobilização dos agentes de mercado desde a primeira operação de securitização no Brasil motivou a criação de um arcabouço regulatório robusto direcionado a ele. Como consequência desse desenvolvimento regulatório, resultado das demandas desses agentes e do trabalho dos órgãos normativos, novos produtos foram criados com a finalidade de prover alternativas de obtenção líquidez para diversos setores da economia, sem a intermediação bancária e de forma simples, do ponto de vista burocrático, por meio de veículos de propósito específico responsáveis de emitirem títulos com lastro em direitos creditórios.

Mesmo em períodos de crise política e econômica, os mercados de CRI, CRA e FIDC provaram ser produtos financeiros resilientes, inclusive alcançando recordes no ano de 2021, após a crise econômica provocada pela Covid-19 em 2020, além de alternativas com bom retorno para o investidor e meios de captação mais baratos para os tomadores de créditos, pela eliminação do *spread* bancário e benefícios tributários, principalmente. Os dados de emissão dos valores mobiliários e o comportamento dos indexadores e da configuração dos devedores, em meio às condições macroeconômicas durante o período delimitado, acusam a expansão dos três mercados, mas ainda de forma pouco pulverizada, no caso dos certificados, sem alcançar, por exemplo, pequenos produtores rurais e sem desenvolver o setor habitacional em larga escala.

Recentemente, a criação do Certificado de Recebíveis “puro” com o Novo Marco da Securitização, passou a oferecer um horizonte com potencial de expansão ainda maior a este mercado, junto à outras inovações com o intuito de facilitar a viabilização da securitização e orientá-la ao alcance de mais tomadores de créditos e investidores. Esse desenvolvimento merece especial atenção dos pesquisadores pois o impacto destas operações não se limita ao mercado de capitais.

## REFERÊNCIAS

ALEGRETTI, Laís. FGTS eleva orçamento em R\$ 21,7 bi para ampliar crédito imobiliário. **G1 Economia**, 26 fev. 2016. Disponível em: <<https://g1.globo.com/economia/noticia/2016/02/fgts-aumenta-orcamento-em-r-217-bi-para-ampliar-credito-imobiliario.html>>. Acesso em: 28 de julho de 2022.

ALVARENGA, Darlan. IPCA: inflação oficial fecha 2021 em 10,06%, maior alta desde 2015. **G1 Economia**, 11 jan. 2022. Disponível em: <<https://g1.globo.com/economia/noticia/2022/01/11/ipca-inflacao-oficial-fecha-2021-em-1006percent.ghtml>>. Acesso em: 25 de julho de 2022.

ANBIMA. **Estudos Especiais Produtos de Captação**: Fundo de Investimento em Direitos Creditórios. Rio de Janeiro, 2015.

APESAR da pandemia, mercado de CRI bate recorde de novas operações em 2020. **Uqbar**, 28 jan. 2021. Disponível em: <<https://uqbar.com.br/article/apesar-da-pandemia-mercado-de-cri-bate-recorde-de-novas-operacoes-em-2020/5666>>. Acesso em 28 de julho de 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Instrução CVM nº 393 de 22 de julho de 2003. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst393.html>>. Acesso em: 10 de julho de 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Instrução CVM nº 414 de 30 de dezembro de 2004. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst414.html>>. Acesso em: 10 de julho de 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Instrução CVM nº 554 de 17 de dezembro de 2014. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst554.html>>. Acesso em: 10 de julho de 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução CMN nº 1.834, de 26 de junho de 1991. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1991/pdf/res\\_1834\\_v2\\_L.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1991/pdf/res_1834_v2_L.pdf)>. Acesso em: 10 de julho de 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução CMN nº 1.962, de 27 de agosto de 1992. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1992/pdf/res\\_1962\\_v2\\_P.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1992/pdf/res_1962_v2_P.pdf)>. Acesso em: 10 de julho de 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução CMN nº 2.026, de 24 de novembro de 1993. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1993/pdf/res\\_2026\\_v2\\_L.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1993/pdf/res_2026_v2_L.pdf)>. Acesso em: 10 de julho de 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução CMN nº 2.836, de 30 de maio de 2001. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2001/pdf/res\\_2836\\_v1\\_o.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2001/pdf/res_2836_v1_o.pdf)>. Acesso em: 10 de julho de 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução CMN nº 2.907, de 29 de novembro de 2001. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2001/pdf/res\\_2907\\_v1\\_o.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2001/pdf/res_2907_v1_o.pdf)>. Acesso em: 10 de julho de 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução CMN nº 4.410, de 28 de maio de 2015. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2015/pdf/res\\_4410\\_v1\\_O.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2015/pdf/res_4410_v1_O.pdf)>. Acesso em: 10 de julho de 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Taxas de juros básicas – Histórico**: Histórico das taxas de juros fixadas pelo Copom e evolução da taxa Selic. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>>. Acesso em:

BARBOSA FILHO, Fernando de Holanda. A crise econômica de 2014/2017. **SciELO**, Instituto de Estudos Avançados da Universidade de São Paulo, São Paulo, v. 31, n. 89, n.p., jan/abr 2017. Disponível em: <<https://doi.org/10.1590/s0103-40142017.31890006>>. Acesso em: 19 de julho de 2022.

BARROS, Marcelo Augusto de. O Marco Legal das Companhias Securitizadoras. **Teixeira Fortes Advogados Associados**, São Paulo, 25 mar. 2022. Disponível em: <<https://www.fortes.adv.br/2022/03/25/o-marco-legal-das-companhias-securitizadoras/>>. Acesso em: 20 de julho de 2022.

BERTUCCI, Luiz Alberto; AMARAL, Hudson Fernandes; SOUZA, Flávio Henrique Ribeiro de. O impacto do acordo da Basiléia sobre instituições financeiras brasileiras. **SciELO**, Fundação Getulio Vargas, Escola de Administração de Empresas de São Paulo, São Paulo, v. 44, n. spe, n.p., dez. 2004. Disponível em: <<https://doi.org/10.1590/S0034-75902004000500006>>. Acesso em: 14 de julho de 2022.

BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Da fidúcia à securitização: as garantias dos negócios empresariais e o afastamento da jurisdição**. 2006. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.

BONATELLI, Circe. Mercado imobiliário cresce em 2021, mas custos e juros pesam, diz CBIC. **CNN Brasil**, 21 fev. 2022. Disponível em: <<https://www.cnnbrasil.com.br/business/mercado-imobiliario-cresce-em-2021-mas-custos-e-juros-pesam-diz-cbic/>>. Acesso em: 31 de julho de 2022.

BRANDÃO, Cesar. O crescimento do setor de securitização do país e suas vantagens financeiras. **Simões Brandão Advogados**, 31 jan. 2020. Disponível em: <<https://simoesbrandao.com.br/vantagens-securitizacao/>>. Acesso em: 09 de agosto de 2022

BRASIL. Decreto nº 10.596, de 08 de janeiro de 2021. Altera o Decreto nº 6.382, de 27 de fevereiro de 2008, que aprova a Estrutura Regimental e o Quadro Demonstrativo dos Cargos em Comissão e das Funções Gratificadas da Comissão de Valores Mobiliários, remaneja cargos em comissão e funções de confiança e substitui cargo em comissão do Grupo-Direção e Assessoramento Superiores - DAS por Função Comissionada do Poder Executivo - FCPE. **Diário Oficial União**, Brasília, 08 jan. 2021. Disponível em: <<https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/decreto-n-10.596-de-8-de-janeiro-de-2021-298341335>>. Acesso em: 10 de julho de 2021.

BRASIL. Presidência da República. **Casa Civil**. Subchefia para Assuntos Jurídicos. Decreto nº 6.306, de 14 de dezembro de 2007. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2007-2010/2007/Decreto/D6306.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2007/Decreto/D6306.htm)>. Acesso em: 15 de agosto de 2022.

BRASIL. Presidência da República. **Casa Civil**. Subchefia para Assuntos Jurídicos. Lei nº 11.033, de 21 de dezembro de 2004. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2004-2006/2004/lei/111033.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/111033.htm)>. Acesso em: 15 de agosto de 2022.

BRASIL. Presidência da República. **Casa Civil**. Subchefia para Assuntos Jurídicos. Lei nº 11.076 de 30 de dezembro de 2004. Brasília, 30 dez. 2001. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2004-2006/2004/lei/111076.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/111076.htm)>. Acesso em: 10 de julho de 2022.

BRASIL. Presidência da República. **Casa Civil**. Subchefia para Assuntos Jurídicos. Lei nº 9.514 de 20 de novembro de 1997. Brasília, 20 nov. 1997. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/19514.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19514.htm)>. Acesso em: 10 de julho de 2022.

BRASIL. Medida provisória nº 1.103, de 15 de março de 2021. **Diário Oficial União**, Poder Executivo, Brasília, DF, 14 dez. 1997.

BURANELLO, Renato. **Manual do Direito do Agronegócio**. 2ª edição. São Paulo: Saraiva Educação, 2018.

CARNEIRO, Dionísio Dias; GOLDFAJN, Ilan. **A Securitização de Hipotecas no Brasil**. Texto para Discussão Nº 426. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Economia, Rio de Janeiro, 2000. Disponível em: <[www.econ.puc-rio.br/PDF/td426.pdf](http://www.econ.puc-rio.br/PDF/td426.pdf)>. Acesso em: 09 de julho de 2022.

CARNELL, Richard Scott. Handling the Failure of a Government-Sponsored Enterprise. In **Washington Law Review**, Vol. 80, August 2005; Fordham Law Legal Studies Research Paper No. 88.

CARNELL, Richard Scott. Handling the Failure of a Government-Sponsored Enterprise. In **Washington Law Review**, Vol. 80, August 2005; Fordham Law Legal Studies Research Paper No. 88.

CASTRO, Fabrício de; BORGES, Stella. PIB do Brasil cresce 4,6% em 2021, melhor desempenho desde 2010. **UOL Economia**, 04 mar. 2021. Disponível em: <<https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2022/03/04/pib-do-brasil-em-2021.htm#:~:text=Ap%C3%B3s%20desabar%20em%202020%2C%20o,havia%20crescido%207%2C5%25>>. Acesso em: 02 de agosto de 2022.

CCFGTS. **Resolução nº 395**. Presidência Presid. Paulo Jobim Filho. 24 jun. 2002. Disponível em: <<https://www.legisweb.com.br/legislacao/?id=98228>>. Acesso em: 05 de julho de 2022.

CHAVES, Natália Cristina. **Direito Empresarial – Securitização de Créditos**. Belo Horizonte: Del Rey, 2006

CHEN, James. Real Estate Mortgage Investment Conduit (REMIC). **Investopedia**, 12 out. 2021. Disponível em: <<https://www.investopedia.com/terms/r/real-estate-mortgage-investment-conduit-remic.asp>>. Acesso em: 08 de julho de 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. Instrução CVM nº 356 de 17 de dezembro de 2001. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst356.html>>. Acesso em: 10 de julho de 2022.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. Instrução CVM nº 442 de 08 de dezembro de 2006. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst442.html>>. Acesso em: 10 de julho de 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. Instrução CVM nº 444 de 08 de dezembro de 2006. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst444.html>>. Acesso em: 10 de julho de 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. Instrução CVM nº 60 de 23 de dezembro de 2021. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol060.html>>. Acesso em: 10 de julho de 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. Instrução CVM nº 600 de 01 de agosto de 2018. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst600.html>>. Acesso em: 10 de julho de 2022.

CONSELHO CURADOR DO FUNDO DE GARANTIA DO TEMPO DE SERVIÇO - FGTS. Resolução nº 395, de 24 de junho de 2002. Disponível em: <<https://www.legisweb.com.br/legislacao/?id=98228>>. Acesso em: 10 de julho de 2022.

CRA com risco de crédito concentrado ainda prevalecem. **Uqbar**, 21 mar. 2019b. Disponível em: <<https://uqbar.com.br/article/cra-com-risco-de-credito-concentrado-ainda-prevalecem/5174>>. Acesso em: 31 de julho de 2022.

CRA indexados ao IPCA ganham espaço no mercado. **Uqbar**, 01 nov. 2019. Disponível em: <<https://uqbar.com.br/article/cra-indexados-ao-ipca-ganham-espaco-no-mercado/5368>>. Acesso em: 31 de julho de 2022.

CRESCIMENTO do setor imobiliário em 2020. **Avalion**, 30 dez. 2019. Disponível em: <<https://www.avalion.com.br/2019/12/30/crescimento-do-setor-imobiliario-em-2020/>>. Acesso em: 02 de agosto de 2022.

CUNHA, Lila. Dívidas, desemprego, taxa de juros e últimos índices lançados sobre 2021. **Fdr**, 29 dez. 2021. Disponível em: <<https://fdr.com.br/2021/12/29/dividas-desemprego-taxa-de-juros-e-ultimos-indices-lancados-sobre-2021/>>. Acesso em: 01 de agosto de 2022.

CURY, Anay; SILVEIRA, Daniel. PIB recua 3,6% em 2016, e Brasil tem pior recessão da história. **G1 Economia**, 07 mar. 2017. Disponível em: <<https://g1.globo.com/economia/noticia/pib-brasileiro-recua-36-em-2016-e-tem-pior-recessao-da-historia.ghtml>>. Acesso em: 27 de julho de 2022.

CVM regulamenta agências de rating. **VBSO**, São Paulo, 14 jul.. 2012. Disponível em: <<https://www.vbso.com.br/cvm-regulamenta-agencias-de-rating/#:~:text=Com%20base%20nestes%20conceitos%2C%20a,estabelecendo%20os%20requisitos%20para%20tanto.>>. Acesso em: 10 de julho de 2022.

CVM. **Comunicado CRA**, 21 nov. 2008. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/comunicado-cra-557202eaba3641268a4fc4d6be2b86ad>>. Acesso em: 01 de julho de 2022.

CVM. **Edital de Audiência Pública SDM nº 05/2012**. Presidência. Presid. Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana. 10 jul. 2012, p. 4. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/anexos/2012/sdm0512\\_edital.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2012/sdm0512_edital.pdf)>. Acesso em 18 de julho de 2022.

CVM. Processo CVM RJ nº 2002/3032. Ata da Reunião do Colegiado de 13 de maio de 2003. Manifestação da Área Técnica. Disponível em: <[https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2003/20030513\\_R1.html](https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2003/20030513_R1.html)>. Acesso em: 10 de julho de 2022.

DAVID Bowie foi tão inovador nos negócios quanto na música. **Época Negócios**, 11 jan. 2016. Disponível em: <<https://epocanegocios.globo.com/Vida/noticia/2016/01/david-bowie-foi-tao-inovador-nos-negocios-quanto-na-musica.html>>. Acesso em 18 de julho de 2022.

EM ação histórica Nubank capta mais R\$ 250 milhões por meio de FIDC. **Fintech Lab**, 08 jul. 2017. Disponível em: <<https://fintechlab.com.br/index.php/2017/12/08/em-acao-historica-nubank-capta-mais-r-250-milhoes-por-meio-de-fidc/>>. Acesso em: 01 de agosto de 2022.

EMISSÃO de CRI alcança volume recorde em 2019. **ABECIP**, 16 jan. 2020. Disponível em: <<https://www.abecip.org.br/imprensa/noticias/emissao-de-cri-alcanca-volume-recorde-em-2019>>. Acesso em: 29 de julho de 2022.

EMISSÕES de CRA mantêm ritmo vertiginoso de crescimento em 2016. **Uqbar**, 11 jan. 2017. Disponível em: <<https://uqbar.com.br/article/emissoes-de-cra-mantem-ritmo-vertiginoso-de-crescimento-em-2016/4278>>. Acesso em: 29 de julho de 2022.

FAGUNDES, João Paulo. Os fundos de Investimento em Direitos Creditórios à luz das alterações introduzidas pela Instrução CVM 393. **Migalhas**, São Paulo, 14 ago. 2003. em: <<https://www.migalhas.com.br/depeso/2481/os-fundos-de-investimento-em-direitos-creditorios>>. Acesso em: 09 de julho de 2022.

FIDCs derrubaram mitos em 2020 e devem se consolidar em 2021. **Portal do Fomento**, 19 jan. 2021. Disponível em: <<https://portaldofomento.com.br/noticia.php?id=6568>>. Acesso em: 01 de agosto de 2022.

FIUZA, João Paulo. As regras têm como objetivo proteger o investimento feito pelo Estadão na qualidade. **Estadão**, 28 out. 2019. Disponível em: <<https://politica.estadao.com.br/blogs/fausto-macedo/por-que-os-fidcs-estao-deslançando-no-brasil/>>. Acesso em: 28 de julho de 2022.

FRANÇA, Luiz Antônio. Crescimento do mercado imobiliário deve se intensificar em 2020. **Crecidf**, s.d. Disponível em: <<https://crecidf.gov.br/crescimento-do-mercado-imobiliario-deve-se-intensificar-em-2020/#:~:text=Para%202020%20esperamos%20um%20crescimento,caso%20haja%20disponibilidade%20de%20funding>>. Acesso em: 08 de agosto de 2022

GAGGINI, Fernando Shwarz. **Securitização de Recebíveis**. São Paulo: Livraria e Editora Universitária de Direito, 2003.

GAMBÔA, Celso Augusto. **O impulso da securitização no Brasil depois da regulamentação dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios**. Dissertação

(Mestrado em Ciências Contábeis e Financeiras). Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2011.

JORGE, Larissa Rocha; TRICA, Mariana. RESOLUÇÃO da CVM com novas regras para companhias securitizadoras de direitos creditórios. **Eichenberg, Lobato, Abreu & Advogados Associados**, 28 abr. 2022. Disponível em: <<https://www.elaadvogados.com.br/post/resolu%C3%A7%C3%A3o-da-cvm-com-novas-regras-para-companhias-securitizadoras-de-direitos-credit%C3%B3rios>>. Acesso em: 14 de agosto de 2022.

JUNQUEIRA, Pedro. O mercado de capitais e o agro em 2019. [Entrevista concedida a] Terra Magna. **Terra Magna**, São Paulo, online, 21 jan. 2020. Disponível em: <<https://terramagna.com.br/blog/o-mercado-de-capitais-e-o-agro-em-2019/>>. Acesso em: 28 de julho de 2022.

KOTHARI, Vinod. **Securitization: The Financial Instrument of the Future**. Singapore: John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd., 2006

LOPES, Carlos Augusto. Emissão de recebível do agronegócio tem recorde em 2020. [Entrevista concedida a] Ana Paula Ragazzi. **Valor Econômico**, São Paulo, online, 19 jan. 2021. Disponível em: <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2021/01/19/emissao-de-recebivel-do-agronegocio-tem-recorde-em-2020.ghtml>>. Acesso em: 28 de julho de 2022.

MELLO, Juliana. Emissão de CRI alcança volume recorde em 2019. [Entrevista concedida ao] Valor Econômico. **Abecip**, São Paulo, online, 16 jan. 2020. Disponível em: <<https://www.abecip.org.br/imprensa/noticias/emissao-de-cri-alcanca-volume-recorde-em-2019>>. Acesso em: 30 de julho de 2022.

MARTELLO, Alexandre. Com recessão, 2016 deve ser primeiro ano de queda na oferta de crédito bancário. **G1 Economia**, 23 dez. 2016. Disponível em: <<https://g1.globo.com/economia/noticia/com-recessao-em-2016-bc-ve-1-queda-do-credito-bancario-na-historia.ghtml>>. Acesso em: 31 de julho de 2022.

MENDES, Hélio Rubens de Oliveira. **Securitização de créditos e a lei 11.101/05**. 128 f. Tese (Doutorado em Direito). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.d

MERCADO de securitização dá passo importante com nova superintendência. **Uqbar**, 19 jan. 2021. Disponível em: <<https://uqbar.com.br/article/mercado-de-securitizacao-da-passo-importante-com-nova-superintendencia/5660>>. Acesso em: 28 de julho de 2022.

MERCADO primário de FIDC demonstra resiliência. **Uqbar**, 22 fev. 2021. Disponível em: <<https://uqbar.com.br/article/mercado-primario-de-fidc-demonstra-resiliencia/5682>>. Acesso em: 01 de agosto de 2022.

MESMO com crise econômica, mercado de FIDCS cresce em 2016; Perspectiva é positiva para 2017. **Sinfac-SP**, 15 dez. 2016. Disponível em: <<https://www.sinfacsp.com.br/noticia/mesmo-com-crise-economica-mercado-de-fidcs-cresce-em-2016-perspectiva-e-positiva-para-2017>>. Acesso em: 31 de julho de 2022.

METODOLOGIA de ratings de securitização. **Austin**, São Paulo, 23 jan. 2017. Disponível em: <<https://www.austin.com.br/Documentos/Metodologia-Securitizacao-de>>

Recebíveis.html#:~:text=Os%20ratings%20atribu%C3%ADdos%20pela%20Austin,para%20a%20situa%C3%A7%C3%A3o%20de%20default.>. Acesso em: 16 de julho de 2022.

MONTEIRO, Patricia. Editado Marco Legal da Securitização. **VBSO**, 17 mar. 2022. Disponível em: <<https://www.vbso.com.br/editado-o-marco-legal-da-securitizacao/>>. Acesso em: 01 de agosto de 2022.

MP perde validade e ameaça compartilhamento de garantia. **Uqbar**, 16 nov. 2020. Disponível em: <<https://uqbar.com.br/article/mp-perde-validade-e-ameaca-compartilhamento-de-garantia/5621>>. Acesso em: 28 de julho de 2022.

NAHORNY, Natasha. As Tributações do Fundo de Investimento. **Jusbrasil**, 2014. Disponível em: <<https://natashaarifa.jusbrasil.com.br/artigos/159102300/as-tributacoes-do-fundo-de-investimento>>. Acesso em: 19 de julho de 2022.

NICOLETTA, Gustavo. Isentos de Imposto de Renda, CRA e CRI ganham atratividade com alta da inflação e da Selic e batem recorde em 2021. **TradeMap**, 17 jan. 2022. Disponível em: <<https://trademap.com.br/agencia/mercados/isentos-de-imposto-de-renda-cra-e-cri-ganham-atratividade-com-alta-da-inflacao-e-da-selic-e-batem-recorde-em-2021>>. Acesso em: 31 de julho de 2022.

O mercado de capitais e o agro em 2019. **Terra Magna**, 21 jan. 2020. Disponível em: <<https://terramagna.com.br/blog/o-mercado-de-capitais-e-o-agro-em-2019/>>. Acesso em: 08 de agosto de 2022.

PÁDUA, Vinícius. 1 Vídeo (1h 28min). Marco legal da securitização. **Publicado pelo canal VBSO Advogados**, 23 mar. 2022. Disponível em: <<https://www.youtube.com/watch?v=RcQ46YQMd4s&t=4407s>>. Acesso em: 01 de agosto de 2022.

PAPÉIS do agronegócio: CRAs podem voltar a ganhar espaço em 2019. **Seu Dinheiro**, 10 dez. 2018. Disponível em: <<https://www.seudinheiro.com/2018/cra/papeis-do-agronegocio-cras-podem-voltar-a-ganhar-espaco-em-2019/>>. Acesso em: 31 de julho de 2022.

PESSOA, Samuel. Pandemia e crise econômica: primeiro ano. **Blog do IBRE**, 09 jan. 2021. Disponível em: <<https://blogdoibre.fgv.br/posts/pandemia-e-crise-economica-primeiro-ano>>. Acesso em: 25 de julho de 2022.

PIB do agronegócio tem crescimento recorde de 24,31% em 2020. **CNA Brasil**, 11 mar. 2021. Disponível em: <[https://cnabrasil.org.br/noticias/pib-do-agronegocio-tem-crescimento-recorde-de-24-31-em-2020#:~:text=PIB%20do%20agroneg%C3%B3cio%20tem%20crescimento%20recorde%20de%2024%2C31%25%20em%202020,-Com%20o%20resultado&text=Todos%20os%20segmentos%20da%20cadeia,insumos%20\(6%2C72%25\).](https://cnabrasil.org.br/noticias/pib-do-agronegocio-tem-crescimento-recorde-de-24-31-em-2020#:~:text=PIB%20do%20agroneg%C3%B3cio%20tem%20crescimento%20recorde%20de%2024%2C31%25%20em%202020,-Com%20o%20resultado&text=Todos%20os%20segmentos%20da%20cadeia,insumos%20(6%2C72%25).>)>.

2020#:~:text=PIB%20do%20agroneg%C3%B3cio%20tem%20crescimento%20recorde%20de%2024%2C31%25%20em%202020,-

Com%20o%20resultado&text=Todos%20os%20segmentos%20da%20cadeia,insumos%20(6%2C72%25).>. Acesso em: 31 de julho de 2022.

PINHEIRO, Fernando Antonio Perrone. **Securitização de recebíveis**: uma análise dos riscos inerentes. 186p. Dissertação (Mestrado em Administração). Faculdade de economia, administração e contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.

PINHEIRO, Fernando Antonio Perrone; SAVOIA, José Roberto Ferreira. Securitização de recebíveis - Análise dos riscos inerentes. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 7, n. 3, art. 165, p. 305-326, 2009.

PRODUÇÃO de energia no Brasil segue concentrada nas hidrelétricas. **G1 News**, 27 jun. 2013. Disponível em: <<https://g1.globo.com/globo-news/noticia/2013/06/producao-de-energia-no-brasil-segue-concentrada-nas-hidreletricas.html>>. Acesso em: 24 de julho de 2022.

PUBLICADA a MP da Securitização. **Tozzini Freire Advogados**, 21 mar. 2022. Disponível em: <<https://tozzinifreire.com.br/boletins/publicada-a-mp-da-securitizacao>>. Acesso em: 01 de agosto de 2022.

RACANICCI, Jamile; MARTELLO, Alexandro. Copom eleva taxa Selic para 12,75% ao ano, maior patamar desde 2017. **G1 Economia**, 04 mai. 2022. Disponível em: <<https://g1.globo.com/economia/noticia/2022/05/04/copom-eleva-taxa-selic-para-1275percent-ao-ano-maior-patamar-desde-2017.ghtml>>. Acesso em: 25 de julho de 2022.

RAGAZZI, Ana Paula. Emissão de recebível do agronegócio tem recorde em 2020. **Valor Econômico**, 19 jan. 2021. Disponível em: <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2021/01/19/emissao-de-recebivel-do-agronegocio-tem-recorde-em-2020.ghtml>>. Acesso em: 31 de julho de 2022.

REIS, Tiago. Como os bancos e instituições do mundo inteiro são reguladas pelo Acordo de Basileia?. **Suno**, 10 dez. 2018. Disponível em: <<https://www.suno.com.br/artigos/acordo-de-basileia/>>. Acesso em: 13 de agosto de 2022.

RIBEIRO JÚNIOR, José Alves. **Elementos constitutivos da securitização de recebíveis no Direito brasileiro**. 165p. Tese (Mestrado em Direito). Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2019.

ROCHA, Ricardo Humberto. Mesbla Trust de Recebíveis de Cartão de Crédito S.A.: um caso de ensino. **Revista de Economia e Administração**, v. 12, n. 4, p. 508-529, 2013.

ROSA, Silva. Certificado imobiliário deve voltar a ganhar mercado. **Valor Econômico**, 11 dez. 2018. Disponível em: <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2018/12/11/certificado-imobiliario-deve-voltar-a-ganhar-mercado.ghtml>>. Acesso em: 31 de julho de 2022.

ROSENTHAL, James A.; OCAMPO, Juan M. **Securitization of credit: inside the new technology of finance**. New Jersey: John Wiley & Sons, 1988.

SECURITIZAÇÃO revolvente. **Capital Aberto**, 01 nov. 2013. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/boletins/pmkagro-boletins/securitizacao-revolvente/>>. Acesso em: 10 ago. 2022.

SILVA FILHO, Diercio Ferreira da. SFN – Sistema Financeiro Nacional e participantes do Mercado. **Pecúnia Educação Financeira**, 2019. Disponível em: <<https://pecuniaeducacaofinanceira.com.br/sistema-financeiro-nacional-e-o-mercado/>>. Acesso em: 17/06/2022.

STUBER, Ricardo; FONSECA, Marcus; SARTORI, Carolina; PINHEIRO, Thais. Inovações regulatórias no mercado de CRI em 2021 e perspectivas para 2022 In **Anuário Uqbar CRI 2022**, ed. 15, online, 2022.

TURBINADAS por operações devidas por PF, emissões de CRI atingem R\$ 17 bi. **Uqbar**, 17 jan. 2017. Disponível em: <<https://uqbar.com.br/article/turbinadas-por-operacoes-devidas-por-pf-emissoes-de-cri-atingem-r-17-bi/4284>>. Acesso em 26 de julho de 2022.

UQBAR EDUCAÇÃO E INFORMAÇÃO FINANCEIRA AVANÇADA. Anuário Finanças Estruturadas 2014. **Uqbar publicações**, Rio de Janeiro, ed. 7, p. 1-154, 2014.

UQBAR EDUCAÇÃO E INFORMAÇÃO FINANCEIRA AVANÇADA. Anuário Uqbar 2017: Finanças Estruturadas. **Uqbar publicações**, Rio de Janeiro, ed. 10, p. 1-195, 2018.

UQBAR EDUCAÇÃO E INFORMAÇÃO FINANCEIRA AVANÇADA. Anuário Uqbar 2018b: Certificados de Recebíveis Imobiliários. **Uqbar publicações**, Rio de Janeiro, ed. 11, p. 1-59, 2018. Disponível em: <<https://lp.uqbar.com.br/wp-content/uploads//2020/03/UqbarAnuarioCRI2018.pdf>>. Acesso em: 25 de julho de 2022.

UQBAR EDUCAÇÃO E INFORMAÇÃO FINANCEIRA AVANÇADA. Anuário Uqbar 2018: Certificados de Recebíveis do Agronegócio. **Uqbar publicações**, Rio de Janeiro, ed. 11, p. 1-45, 2018. Disponível em: <<https://lp.uqbar.com.br/wp-content/uploads//2020/03/UqbarAnuarioCRA2018.pdf>>. Acesso em: 26 de julho de 2022.

UQBAR EDUCAÇÃO E INFORMAÇÃO FINANCEIRA AVANÇADA. Anuário Uqbar 2018c: Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. **Uqbar publicações**, Rio de Janeiro, ed. 11, p. 1-64, 2018. Disponível em: <<https://lp.uqbar.com.br/wp-content/uploads//2020/03/UqbarAnuarioFIDC2018.pdf>>. Acesso em: 27 de julho de 2022.

UQBAR EDUCAÇÃO E INFORMAÇÃO FINANCEIRA AVANÇADA. Anuário Uqbar 2019b: Certificados de Recebíveis do Agronegócio. **Uqbar publicações**, Rio de Janeiro, ed. 12, p. 1-43, 2019. Disponível em: <<https://lp.uqbar.com.br/wp-content/uploads//2020/02/UqbarAnuarioCRA2019.pdf>>. Acesso em: 27 de julho de 2022.

UQBAR EDUCAÇÃO E INFORMAÇÃO FINANCEIRA AVANÇADA. Anuário Uqbar 2019: Certificados de Recebíveis Imobiliários. **Uqbar publicações**, Rio de Janeiro, ed. 12, p. 1-59, 2019. Disponível em: <<https://lp.uqbar.com.br/wp-content/uploads//2020/02/UqbarAnuarioCRI2019.pdf>>. Acesso em: 29 de julho de 2022.

UQBAR EDUCAÇÃO E INFORMAÇÃO FINANCEIRA AVANÇADA. Anuário Uqbar 2019c: Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. **Uqbar publicações**, Rio de Janeiro, ed. 12, p. 1-56, 2019. Disponível em: <<https://lp.uqbar.com.br/wp-content/uploads//2020/02/UqbarAnuarioFIDC2019.pdf>>. Acesso em: 29 de julho de 2022.

UQBAR EDUCAÇÃO E INFORMAÇÃO FINANCEIRA AVANÇADA. Anuário Uqbar 2020b: Certificados de Recebíveis do Agronegócio. **Uqbar publicações**, Rio de Janeiro, ed. 13, p. 1-56, 2020. Disponível em: <<https://lp.uqbar.com.br/anuario-certificado-de-recebiveis-do-agronegocio-2020/>>. Acesso em: 01 de agosto de 2022.

UQBAR EDUCAÇÃO E INFORMAÇÃO FINANCEIRA AVANÇADA. Anuário Uqbar 2020: Certificados de Recebíveis Imobiliários. **Uqbar publicações**, Rio de Janeiro, ed. 13, p. 1-64, 2020. Disponível em: <<https://lp.uqbar.com.br/anuario-certificado-de-recebiveis-imobiliarios-2020/>>. Acesso em: 01 de agosto de 2022.

UQBAR EDUCAÇÃO E INFORMAÇÃO FINANCEIRA AVANÇADA. Anuário Uqbar 2020c: Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios. **Uqbar publicações**, Rio de Janeiro,

ed. 13, p. 1-56, 2020. Disponível em: <<https://lp.uqbar.com.br/anuario-fundo-de-investimento-em-direitos-creditorios-2020/>>. Acesso em: 02 de agosto de 2022.

UQBAR EDUCAÇÃO E INFORMAÇÃO FINANCEIRA AVANÇADA. Anuário Uqbar CRA 2021b. **Uqbar publicações**, Rio de Janeiro, ed. 14, online, 2021. Disponível em: <<https://lp.uqbar.com.br/anuarios2021/cra.php>>. Acesso em: 04 ago. 2022.

UQBAR EDUCAÇÃO E INFORMAÇÃO FINANCEIRA AVANÇADA. Anuário Uqbar CRI 2021. **Uqbar publicações**, Rio de Janeiro, ed. 14, online, 2021. Disponível em: <<https://lp.uqbar.com.br/anuarios2021/cri.php>>. Acesso em: 04 ago. 2022.

UQBAR EDUCAÇÃO E INFORMAÇÃO FINANCEIRA AVANÇADA. Anuário Uqbar CRA 2022b. **Uqbar publicações**, Rio de Janeiro, ed. 15, online, 2022. Disponível em: <<https://lp.uqbar.com.br/anuarios2022/cra.php>>. Acesso em: 05 ago. 2022.

UQBAR EDUCAÇÃO E INFORMAÇÃO FINANCEIRA AVANÇADA. Anuário Uqbar CRI 2022. **Uqbar publicações**, Rio de Janeiro, ed. 15, online, 2022. Disponível em: <<https://lp.uqbar.com.br/anuarios2022/cri.php>>. Acesso em: 06 ago. 2022.

UQBAR EDUCAÇÃO E INFORMAÇÃO FINANCEIRA AVANÇADA. Anuário Uqbar FIDC 2021c. **Uqbar publicações**, Rio de Janeiro, ed. 14, online, 2021. Disponível em: <<https://lp.uqbar.com.br/anuarios2021/fidc.php>>. Acesso em: 04 ago. 2022.

UQBAR EDUCAÇÃO E INFORMAÇÃO FINANCEIRA AVANÇADA. Anuário Uqbar FIDC 2022c. **Uqbar publicações**, Rio de Janeiro, ed. 15, online, 2022. Disponível em: <<https://lp.uqbar.com.br/anuarios2022/fidc.php>>. Acesso em: 06 ago. 2022.

WINTER, Marcelo Franchi. **Certificado de Recebíveis do Agronegócio**. 168p. Dissertação (Mestrado em Direito). Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2014.