

LANNA RIBEIRO

P O N T O D E V I S T A

06 ABRIL/2026

A FRATURA EXPOSTA DO CASO RAÍZEN

**A Deturpação Estrutural do
Uso Indiscriminado de CRAs
sem Lastro em Recebíveis
Específicos, Apenas em
Debêntures Genéricas
de Crédito Corporativo**

O QUE SÃO CRA E CRI — E PARA QUE FORAM CRIADOS

1. Os Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA) e os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) são instrumentos de securitização criados para uma finalidade econômica específica e socialmente relevante: permitir que empresas dos setores agrícola e imobiliário antecipem recebíveis reais — fluxos de pagamento oriundos de contratos existentes e identificados — transformando-os em títulos negociáveis no mercado de capitais.

A lógica é simples e virtuosa: uma empresa do agronegócio com contratos de fornecimento firmados e pagamentos futuros a receber cede esses recebíveis a uma securitizadora, que os transforma em CRAs e os distribui a investidores. O investidor compra, em essência, o direito sobre aquele fluxo futuro de caixa específico, segregado e identificado.

Para tornar o instrumento atrativo e estimular o financiamento desses setores estratégicos, o legislador concedeu isenção de Imposto de Renda sobre os rendimentos para pessoas físicas. Esse benefício fiscal existe porque há uma contrapartida econômica clara: o financiamento do agronegócio e do setor imobiliário por meio de recebíveis reais.

O QUE O MERCADO FEZ COM ESSES INSTRUMENTOS

2. Ao longo dos anos, com a permissividade regulatória da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o incentivo do mercado de capitais por produtos com isenção fiscal, a estrutura original dos CRAs e CRIs foi progressivamente esvaziada de seu conteúdo econômico. O resultado é uma deturpação da finalidade legal desses instrumentos.

O que se tornou prática comum, especialmente em emissões de grandes empresas, é o seguinte mecanismo:

- A empresa emite uma debênture quirografária — isto é, sem garantia real e sem vinculação a contratos ou recebíveis específicos — e a cede a uma securitizadora como se fosse um “direito creditório do agronegócio” ou “direito creditório imobiliário”;
- A securitizadora, por sua vez, emite o CRA ou CRI lastreado nessa debênture genérica;
- O investidor adquire o certificado acreditando comprar um título securitizado com lastro real, quando na verdade está assumindo risco de crédito corporativo integral da empresa emissora da debênture, sem qualquer segregação de recebíveis;
- O benefício fiscal da isenção de IR é capturado por toda a cadeia, sem que a contrapartida econômica que o justifica — o lastro em recebíveis reais e identificados — esteja presente.

O CASO RAÍZEN: A EXPOSIÇÃO DE UMA FRATURA ESTRUTURAL

3. O processo de recuperação extrajudicial da Raízen, iniciado em 2025, trouxe à superfície com clareza pedagógica o risco que se escondia por trás de emissões de CRAs estruturadas dessa forma.

Os CRAs emitidos com lastro em debêntures da Raízen não tinham qualquer vinculação a contratos específicos da companhia, a clientes identificados ou a fluxos de recebíveis segregados. O “lastro” era simplesmente uma promessa de pagamento geral da Raízen — idêntico ao risco de qualquer debênture corporativa quirográfica. Não havia recebíveis. Não havia segregação. Não havia securitização real.

Quando a Raízen ingressou com o pedido de recuperação extrajudicial, os detentores desses CRAs descobriram, muitas vezes com surpresa, que:

- Seu título não tinha lastro real em recebíveis segregados que pudessem ser executados independentemente;
- A securitizadora não tinha obrigação de honrar pagamentos se a devedora original (Raízen) não pagasse a debênture;
- O regime fiduciário constituído protegia apenas contra a insolvência da securitizadora — não contra o inadimplemento do emissor da debênture;
- Na prática, haviam comprado risco Raízen embalado em estrutura de CRA com isenção fiscal — sem a proteção que a embalagem sugeria.

O QUE DEVERIA SER VERSUS O QUE FOI PRATICADO

4. A diferença entre a estrutura legítima de securitização e o que foi efetivamente praticado é clara e revela a magnitude da deturpação:

No que diz respeito ao Lastro: a estrutura correta exige recebíveis específicos e identificados em contratos; o que foi praticado é uma debênture quirográfica genérica.

Quanto à Segregação: contratos selecionados, cedidos fiduciariamente, compõem a estrutura correta; o que se observou foi apenas o risco corporativo global da empresa.

Em relação à Proteção ao Investidor: a estrutura correta prevê fluxo segregado executável independentemente; o que foi oferecido foi apenas o regime fiduciário da securitizadora.

Quanto à Transparência: no modelo adequado, o investidor sabe exatamente qual fluxo garante seu título; na prática, o investidor comprou risco corporativo sem perceber.

No que toca ao Benefício Fiscal: quando legítimo, é justificado pelo financiamento de setor estratégico; no caso em tela, foi capturado sem contrapartida econômica real.

A INEFICÁCIA DO DISCLAIMER: O SILÊNCIO QUE ENGANA

- 5.** Um dos aspectos mais graves da deturpação estrutural de CRAs e CRIs é o que não está escrito — ou está escrito de forma tão técnica e enterrada no prospecto que se torna inócuo para o investidor comum. Trata-se da ausência absoluta de um disclaimer claro, destacado e compreensível sobre a natureza real do risco assumido.

O que os distribuidores e a própria estrutura de oferta comunicavam ao investidor era a existência de um regime fiduciário. Essa expressão soa protetora. Sugere segregação, proteção, blindagem patrimonial. E é tecnicamente verdadeira — mas completamente enganosa no contexto dessas emissões.

- 6.** Eis o que o regime fiduciário efetivamente faz nessas estruturas:

- Segrega o patrimônio do CRA do patrimônio geral da securitizadora — protegendo o investidor apenas contra a insolvência da securitizadora, não contra o inadimplemento do devedor;
- Não cria qualquer segregação de recebíveis ou contratos da Raízen;
- Não implica cessão fiduciária de recebíveis específicos da empresa ao patrimônio separado;
- Não isola fluxo algum de caixa identificado da Raízen em favor dos detentores do CRA.

Em outras palavras: a segregação existe apenas na securitizadora — um veículo sem substância econômica própria, cujo único ativo era a debênture quirografária da Raízen. A segregação patrimonial protege o investidor de um risco (insolvência da securitizadora) que jamais foi o risco relevante. O risco real — o inadimplemento da Raízen — ficou completamente desguarnecido.

O QUE DEVERIA CONSTAR COM DESTAQUE EM TODO MATERIAL DE OFERTA:

Este CRA não possui lastro em recebíveis específicos ou contratos identificados da empresa emissora. O único ativo do patrimônio separado é uma debênture simples, sem garantia real, emitida pela Raízen S.A. O investidor está exposto integralmente ao risco de crédito da Raízen, sem qualquer cessão fiduciária de recebíveis, sem segregação de contratos com clientes e sem qualquer preferência sobre ativos específicos da companhia em caso de inadimplemento. O regime fiduciário protege apenas contra a insolvência da securitizadora, não contra o não pagamento da debênture pela Raízen.

7. Esse aviso nunca existiu. Nenhuma plataforma o exibiu. Nenhum distribuidor o comunicou com clareza. O silêncio foi a regra — e o investidor pagou o preço.

A ausência desse disclaimer não é descuido. É o resultado de uma cadeia de incentivos perversa: a securitizadora lucra com a emissão, o distribuidor lucra com a venda, a empresa capta a custo menor. Ninguém nessa cadeia tem incentivo financeiro para alertar o investidor de que está comprando, na prática, uma debênture quirografária com embalagem regulatória e benefício fiscal.

A CVM, ao registrar essas emissões sem exigir disclosure claro e destacado sobre a ausência de lastro real em recebíveis específicos, tornou-se co-responsável pelo dano informacional sofrido pelos investidores. Não basta que a informação esteja em alguma cláusula do termo de securitização — é necessário que o investidor efetivamente compreenda o risco que está assumindo. Essa é a essência do dever de informação no mercado de capitais.

A RESPONSABILIDADE REGULATÓRIA DA CVM

8. A CVM, como autarquia responsável pela regulação do mercado de capitais brasileiro, registra e supervisiona as emissões de CRA e CRI. Ao longo de anos, a autarquia registrou sistematicamente emissões estruturadas da forma aqui descrita — com debêntures quirografárias genéricas como lastro — sem exigir vinculação a recebíveis específicos identificados.

Embora a lei não proibisse expressamente essa estrutura, a omissão regulatória da CVM produziu consequências concretas graves: permitiu que um instrumento criado para mobilizar recebíveis reais fosse capturado como veículo de captação corporativa com benefício fiscal, confundindo investidores de varejo que não tinham condições de identificar a diferença no prospecto.

A responsabilidade institucional da CVM nesse cenário é inegável. Não se trata de ilicitude formal, mas de falha grave na supervisão preventiva da integridade econômica dos instrumentos que cabe à autarquia proteger. A pergunta que fica é: o que poderia melhorar na atuação da CVM para garantir uma melhor segurança e proteção ao investidor que acredita estar comprando CRAs com lastro em recebíveis específicos e não em debêntures genéricas?

O QUE PRECISARIA MUDAR

- 9.** Para que CRAs e CRIs retornem à sua finalidade original e os investidores sejam adequadamente protegidos, seria necessário, no mínimo:
- Exigência regulatória de identificação específica dos contratos e recebíveis vinculados a cada emissão, com cessão fiduciária desses recebíveis — e não apenas da debênture — à securitizadora;
 - Obrigação de substituição de lastro caso os recebíveis se deteriorem ou se tornem inadimplentes;
 - Disclosure explícito e destacado ao investidor, inclusive no material de oferta simplificado, de que o risco de crédito é integral do emissor da debênture subjacente, sem proteção adicional de recebíveis segregados;
 - Vedação ao uso de debêntures quirográficas sem lastro identificado como único ativo do regime fiduciário;
 - Revisão pela Receita Federal da concessão de isenção fiscal a estruturas que não cumprem a finalidade econômica que justifica o benefício tributário.

NOSSA RECOMENDAÇÃO AOS CLIENTES

- 10.** Diante do exposto, orientamos nossos clientes a adotar postura de máxima cautela em relação a CRAs e CRIs disponíveis no mercado, especialmente aqueles emitidos por grandes empresas com lastro em debêntures corporativas genéricas. Antes de qualquer investimento nesse tipo de instrumento, recomendamos:
- Verificar o termo de securitização e identificar se o lastro é constituído por recebíveis específicos identificados ou por debênture genérica da empresa;
 - Avaliar o risco de crédito da devedora como se estivesse comprando uma debênture direta daquela empresa — porque é exatamente isso que está fazendo, com a diferença de ter isenção fiscal e menor liquidez;
 - Questionar o agente de distribuição sobre a estrutura do lastro e exigir resposta técnica escrita;
 - Considerar se o prêmio de rendimento oferecido remunera adequadamente o risco de crédito assumido, já que a isenção fiscal não é substituto de lastro real.

A deturpação estrutural de CRAs e CRIs não é um acidente de mercado — é o resultado previsível da combinação entre omissão regulatória, incentivo tributário mal fiscalizado e sofisticação técnica utilizada para obscurecer o risco real ao investidor. O caso Raízen deve servir de alerta permanente.