LANNA RIBEIRO

PONTO DE VISTA

SETEMBRO/2026

CRI e CRA: O QUE VOCÊ REALMENTE PODE ESTAR COMPRANDO?

Um novo informe analisa os riscos de certificados que podem ter como lastro uma dívida corporativa — e não recebíveis propriamente ditos.

LANNA RIBEIRO

1. SUMÁRIO EXECUTIVO

A securitização brasileira cumpriu, em pouco mais de uma década, uma trajetória singular: nasceu como técnica de pulverização de risco e converteu-se, na prática de mercado, em canal de distribuição de dívida corporativa ao investidor pessoa física. O vetor dessa conversão foi tributário. A isenção de imposto de renda concedida ao CRI e ao CRA tornou economicamente atraente empacotar dívida de empresa dentro de um certificado de recebíveis — e o varejo absorveu o produto sem dispor dos instrumentos analíticos que a operação exige.

Onze conclusões estruturam este informe:

- **A maioria das emissões corporativas não tem recebíveis.** O lastro é uma debênture simples, uma nota comercial ou uma cédula de crédito bancário emitida pela própria companhia beneficiária dos recursos. Não há contratos de fornecimento cedidos, não há carteira de locação, não há duplicatas segregadas. Há uma promessa genérica de pagamento.
- **O vínculo com o setor imobiliário ou com o agronegócio é frequentemente apenas destinatário.** Satisfaz-se pela obrigação de a devedora aplicar os recursos captados em atividade do setor e comprovar a aplicação — mecanismo conhecido como destinação de recursos. Isso qualifica o título para o benefício fiscal; não cria garantia alguma para o investidor.
- **A securitizadora é veículo, não devedora.** Quem paga é a companhia emissora do lastro. A solidez da securitizadora é irrelevante para a probabilidade de recebimento.
- **O regime fiduciário protege contra o risco errado.** Blinda o patrimônio separado contra a insolvência da securitizadora e nada faz contra a insolvência do devedor, que é o risco efetivo.
- **O investidor não é credor direto.** Não figura no quadro-geral de credores, não habilita crédito individualmente e não vota na assembleia-geral de credores. Sua manifestação é filtrada por duas camadas de representação — o agente fiduciário e a securitizadora.
- **Na recuperação judicial, o crédito integra a Classe III.** Submete-se a deságio, carência e alongamento deliberados por maioria da qual o investidor pulverizado raramente participa. Na falência, posiciona-se atrás dos trabalhistas, dos credores com garantia real e do Fisco.
- **Na recuperação extrajudicial, a exposição é ainda maior.** O devedor escolhe quais espécies de crédito o plano abrange, o quórum de homologação é de maioria simples da espécie e, homologado, o plano vincula quem não aderiu. Créditos trabalhistas e tributários estão legalmente excluídos; o crédito securitizado, não.
- **A assimetria decisória é o ponto decisivo.** O banco decide em comitê, em dias, com garantia real, covenants, cross-default e acesso direto à administração. O titular de certificado depende de convocação de assembleia, de quórum de instalação e de quóruns qualificados de deliberação. Quando o varejo consegue decidir, o banco já decidiu.
- **Por isso o default recai primeiro sobre o investidor pulverizado.** Companhias em dificuldade não distribuem perdas aleatoriamente: impõem-nas onde o custo de impô-las é menor. Não se trata de má-fé, e sim de racionalidade econômica previsível.
- **O crédito é quirografário — e permanece quirografário.** Nenhuma etapa da estruturação melhora a posição do crédito no concurso. O certificado não converte dívida sem garantia em dívida garantida; apenas a redistribui ao varejo.
- **Não há FGC nem coobrigação do distribuidor.** Três ausências simultâneas — sem garantia institucional, sem responsabilidade de quem vendeu, sem liquidez — definem o produto.
- **O regulador reagiu, mas o estoque permanece.** O Conselho Monetário Nacional restringiu, em fevereiro de 2024, a emissão de certificados lastreados em dívida de companhias sem vínculo com os setores incentivados. A restrição alcança emissões novas; não desfaz o estoque em circulação, cujos vencimentos se estendem por mais de uma década.

- **O custo sistêmico é o mais grave e o menos discutido.** Quando o default deixa de ser exceção e se torna etapa previsível do ciclo de vida do papel corporativo distribuído ao varejo, erode-se a confiança que sustenta um dos poucos instrumentos efetivos de democratização do acesso a capital no Brasil.

O QUE ESTE INFORME PRETENDE

Não se sustenta aqui que CRI e CRA sejam produtos inadequados por natureza. Sustenta-se que a estrutura corporativa hoje predominante é operação de crédito privado sem garantia, cuja avaliação exige a mesma análise que um banco faria antes de emprestar à mesma companhia, no mesmo prazo e sem colateral. com o agravante de que o investidor, diferentemente do banco, não dispõe dos instrumentos contratuais e decisórios que o banco reserva para si.

2. O QUE O INVESTIDOR EFETIVAMENTE ADQUIRE

2.1 A securitizadora é veículo, não é devedora

O certificado de recebíveis imobiliários e o certificado de recebíveis do agronegócio são títulos de crédito nominativos, de emissão exclusiva de companhias securitizadoras, qualificados como valores mobiliários e hoje disciplinados pela Lei nº 14.430/2022, que instituiu o marco legal da securitização e reorganizou a matéria antes dispersa na Lei nº 9.514/1997, quanto ao CRI, e na Lei nº 11.076/2004, quanto ao CRA. A oferta pública e o regime informacional observam a Resolução CVM nº 60/2021 e, quanto ao rito distributivo, a Resolução CVM nº 160/2022.

A securitizadora capta recursos do investidor, adquire direitos creditórios e vincula esses créditos ao pagamento dos certificados mediante termo de securitização. Sua função é instrumental. Ela não garante o pagamento, não assume risco de crédito e, em regra, é companhia de capital reduzido que administra dezenas ou centenas de emissões simultâneas. Avaliar sua reputação é útil para aferir qualidade de estruturação e diligência de cobrança — jamais para aferir probabilidade de recebimento.

2.2 O regime fiduciário protege contra o risco errado

Instituído o regime fiduciário, os créditos vinculados a determinada emissão compõem patrimônio separado, que não se confunde com o patrimônio da securitizadora e permanece imune aos efeitos da insolvência desta. O mecanismo é real e funciona.

Ocorre que a insolvência da securitizadora nunca foi o risco relevante. O risco relevante é o do devedor do crédito subjacente. Contra esse risco o patrimônio separado nada oferece. Se o crédito que o compõe não é pago, o patrimônio separado passa a ser composto de créditos inadimplidos — e o investidor recebe exatamente isso: titularidade econômica sobre um crédito ruim, devidamente segregado.

PONTO CRÍTICO

A expressão “patrimônio separado” é apresentada em material publicitário como sinônimo de segurança. Não é. Ela isola o ativo de um risco periférico e deixa o investidor integralmente exposto ao risco central. Confundir os dois é o erro mais comum e mais caro do investidor de varejo nesse mercado.

2.3 O investidor não é credor direto do devedor

Consequência jurídica pouco compreendida e de enorme relevância prática: o titular do certificado não mantém relação de crédito com a companhia devedora. O credor é o patrimônio separado, representado pela securitizadora. O investidor detém posição econômica sobre esse patrimônio, intermediada por, no mínimo, duas camadas de representação — o agente fiduciário da emissão, disciplinado pela Resolução CVM nº 17/2021, e a própria securitizadora.

Daí decorrem três limitações concretas. O investidor não habilita crédito individualmente na recuperação judicial do devedor. Não figura no quadro-geral de credores. E não vota na assembleia-geral de credores: quem vota é a securitizadora, orientada — quando o é — por deliberação prévia da assembleia geral de titulares dos certificados. Entre a decisão do investidor e o voto efetivamente proferido existe percurso institucional que dilui influência e, sobretudo, retarda reação. O item 8 demonstra que esse retardo não é detalhe processual: é o próprio núcleo do problema.

3. A ARQUITETURA DO LASTRO: COMO UMA DEBÊNTURE SE TORNA "RECEBÍVEL"

Esta é a seção central do informe. Compreendida a mecânica descrita a seguir, todas as demais conclusões decorrem naturalmente.

3.1 As três rotas de lastro

O mercado brasileiro produz certificados de recebíveis por três caminhos distintos, cujos riscos são incomparáveis entre si — embora o material de venda os apresente sob a mesma denominação e a mesma promessa de isenção fiscal.

- **Rota A — recebível verdadeiro e pulverizado.** A securitizadora adquire carteira de contratos com múltiplos devedores: financiamentos imobiliários, contratos de compra e venda de unidades, aluguéis, contratos de fornecimento agrícola. O fluxo de pagamento é autônomo em relação à saúde do originador, e a inadimplência individual é diluída na carteira. É o desenho original do instituto.

- **Rota B — recebível concentrado com garantia real.** Há um ou poucos devedores, mas a operação é reforçada por alienação fiduciária de imóvel, cessão fiduciária de recebíveis ou penhor. O risco é concentrado, porém colateralizado, e a garantia fiduciária confere posição extraconcursal.

- **Rota C — crédito corporativo sem lastro específico.** A securitizadora subscreve uma debênture simples, nota comercial ou cédula de crédito bancário emitida por uma única companhia, sem garantia real e sem vinculação a qualquer contrato determinado. Esse título isolado é o "lastro". Nada foi segregado, nada foi cedido, nenhum fluxo de terceiro foi capturado. É a rota que predomina nas emissões corporativas de maior volume.

Na Rota C — que é o objeto deste alerta —, a palavra "recebível" descreve a natureza contábil do crédito que a securitizadora detém contra a companhia, e não a existência de contratos de recebimento subjacentes. A distinção é sutil na linguagem e decisiva no risco.

3.2 Taxonomia das estruturas

ROTA	LASTRO EFETIVO	FONTE DE PAGAMENTO	RISCO ASSUMIDO PELO INVESTIDOR
A — Pulverizada	Carteira com dezenas a milhares de contratos e devedores	Fluxo contratual autônomo, independente do originador	Risco de carteira, estatisticamente mensurável e mitigável por subordinação
B — Concentrada com garantia real	Um ou poucos contratos, com alienação ou cessão fiduciária	Fluxo do contrato, reforçado pela excussão da garantia	Risco concentrado, porém colateralizado e potencialmente extraconcursal
C — Corporativa quirografária	Debênture, nota comercial ou CCB de emissão da própria devedora	Caixa operacional e capacidade de refinanciamento da companhia	Risco corporativo puro, equivalente a empréstimo sem garantia

3.3 O mecanismo da destinação de recursos

Resta explicar como um crédito genérico contra uma companhia qualifica-se como "imobiliário" ou "do agronegócio" — condição indispensável ao benefício fiscal e à própria denominação do título.

A resposta está no expediente da destinação de recursos, admitido pela regulamentação e amplamente utilizado. A companhia devedora obriga-se, no instrumento de dívida, a aplicar os recursos captados em atividades do setor incentivado e a comprovar periodicamente essa aplicação mediante apresentação de notas fiscais, contratos ou relatórios ao agente fiduciário. Cumprida a obrigação de comprovação, o crédito é reputado imobiliário ou do agronegócio, e o certificado emitido sobre ele carrega a isenção.

É indispensável perceber o que esse mecanismo não faz. Ele não cria garantia. Não vincula ativo algum ao pagamento. Não segrega fluxo de caixa. Não confere ao investidor preferência sobre os empreendimentos financiados nem sobre a safra produzida. Trata-se de obrigação de fazer, de natureza documental, cujo descumprimento gera hipótese de vencimento antecipado contra uma companhia que, na hipótese relevante, já não tem caixa para pagar. A destinação de recursos qualifica o título perante o Fisco; não protege o investidor perante o devedor.

TRADUZINDO PARA O INVESTIDOR

Comprovar que o dinheiro foi aplicado em uma fazenda ou em uma obra é coisa inteiramente distinta de ter direito sobre aquela fazenda ou sobre aquela obra. O investidor de um CRA de destinação de recursos não tem qualquer direito sobre a safra, sobre a terra ou sobre os contratos de venda da companhia. Tem um crédito quirografário e um comprovante de que a empresa gastou o dinheiro onde disse que gastaria.

3.4 O descompasso entre o que se acredita comprar e o que existe

A distância entre percepção e realidade jurídica não é falha de compreensão de investidores desatentos. É produto de uma cadeia de sinais convergentes — a denominação legal do título, o benefício fiscal, o ambiente de venda e a apresentação do risco — que empurram o investidor para uma leitura equivocada e não oferecem, em nenhum ponto do percurso, correção espontânea.

O diagrama a seguir confronta as duas leituras, etapa por etapa.

O QUE O INVESTIDOR ACREDITA COMPRAR	O QUE JURIDICAMENTE EXISTE
Compro um "Certificado de Recebíveis" o nome do título descreve o seu conteúdo	**Adquiro cota de um patrimônio separado** a securitizadora é veículo, não devedora
Existe uma carteira de contratos cedidos e destacados do patrimônio do devedor	**O lastro é UMA debênture quirografária** nenhum contrato foi cedido ou segregado
O fluxo de pagamento é autônomo terceiros pagam, independentemente da empresa	**Quem paga é o caixa da própria empresa** não há fluxo de terceiro algum
Há lastro em ativos reais safra, imóvel ou empreendimento respondem	**Só há "destinação de recursos"** obrigação documental - não é garantia
Se algo der errado, eu decido como qualquer credor faria	**Não decido: dependo de assembleia** não habilito crédito nem voto na AGC
Conclusão: "é renda fixa segura e ainda é isenta de imposto"	**Realidade: empréstimo sem garantia** a uma única empresa - Classe III

ONDE A PERCEPÇÃO SE ROMPE: o único documento que revela a coluna da direita é o Termo de Securitização - que não é entregue, não é lido e não é questionado antes da subscrição.

A coluna da esquerda descreve a Rota A (securitização pulverizada). A coluna da direita descreve a Rota C, predominante nas emissões corporativas de maior volume. Ambas são distribuídas sob a mesma denominação legal e com o mesmo benefício fiscal, sem que o investidor de varejo disponha de meio simples de distingui-las.

Figura 1 — A percepção do investidor confrontada com a estrutura jurídica efetiva.

Note-se que a coluna da esquerda não é fantasia: descreve com exatidão a Rota A, que existe e é distribuída no mercado. O problema é que ambas as rotas recebem a mesma denominação legal, o mesmo tratamento tributário e, com frequência, a mesma apresentação comercial — de modo que a leitura correta de um produto se torna a leitura incorreta do outro, sem que o investidor disponha de meio simples de saber qual tem em mãos.

A PERGUNTA QUE NINGUÉM FAZ

Toda a coluna da direita está no termo de securitização. O documento é público, está disponível e descreve a operação com precisão técnica. E é justamente o documento que o investidor de varejo não recebe, não abre e não questiona antes de assinar. A informação existe; o que não existe é o momento, no processo de venda, em que alguém a coloca diante de quem decide.

3.5 Anatomia de uma emissão corporativa típica

O desenho mais difundido no mercado de CRA percorre cinco etapas. Primeira: uma companhia de grande porte do setor sucroenergético, de proteína animal, de papel e celulose ou de insumos agrícolas emite debêntures simples, da espécie quirografária, sem garantia real. Segunda: uma securitizadora subscreve integralmente a emissão. Terceira: as debêntures são vinculadas, por termo de securitização, a uma emissão de CRA. Quarta: os CRA são distribuídos ao público, com isenção de imposto de renda para a pessoa física e remuneração indexada ao CDI ou ao IPCA. Quinta: a companhia comprova periodicamente a destinação dos recursos ao agronegócio.

Ao final do percurso, o investidor de varejo detém posição econômica em uma debênture quirografária de companhia de grande porte. Grandes emissoras do setor sucroenergético — a Raízen entre as de maior visibilidade — utilizam esse desenho de forma recorrente e em volumes elevados, o que faz dele o padrão de referência do mercado e não a exceção.

REGISTRO NECESSÁRIO

A menção acima é estrutural e não constitui afirmação de inadimplemento, de deterioração de crédito ou de qualquer irregularidade por parte da companhia citada ou de qualquer outra emissora. O que o exemplo demonstra é que porte, notoriedade e classificação de risco elevada na data da emissão não alteram a natureza quirografária do crédito nem a posição do investidor na hipótese de insolvência. Companhias grandes também são reprecificadas, rebaixadas e, eventualmente, reestruturadas.

3.6 Por que essa estrutura predominou

A predominância da Rota C não é acidente. Decorre de convergência de incentivos entre todos os participantes, com exceção de um.

Para a companhia devedora, o CRA ou o CRI reduz o custo de captação: como o investidor pessoa física não paga imposto sobre o rendimento, aceita taxa nominal inferior à que exigiria de uma debênture comum, e a diferença é apropriada pela emissora. Acrescente-se vantagem menos discutida e igualmente relevante — a base de credores resultante é pulverizada, desorganizada e, por isso, muito mais fácil de administrar em cenário de estresse do que um sindicato bancário. Para o distribuidor, o produto oferece comissionamento superior ao de títulos bancários e discurso de venda simples, apoiado na isenção. Para a securitizadora, cada emissão gera taxa de estruturação e de administração do patrimônio separado. Para o agente fiduciário, custodiante e escriturador, gera receita recorrente.

O único participante que não captura vantagem estrutural é o investidor. Ele recebe isenção fiscal sobre um rendimento que já foi reduzido para pagar essa mesma isenção, e assume, em contrapartida, risco de crédito corporativo sem garantia, com liquidez inferior à da debênture equivalente e com camadas adicionais de taxas incidindo sobre o fluxo.

4. A DISTORÇÃO CENTRAL E SEU EFEITO COMPARATIVO

4.1 Securitização pulverizada e certificado corporativo

Elemento	Securitização pulverizada (desenho original)	CRI/CRA corporativo (prática corrente)
Lastro	Carteira com dezenas a milhares de contratos e devedores	Um único título de dívida, emitido por um único devedor
Segregação de recebíveis	Contratos efetivamente cedidos e destacados do originador	Inexistente: nenhum contrato é cedido ou vinculado
Diversificação	Inadimplência individual diluída na carteira	Inexistente: o default do devedor é o default da operação
Garantia	Alienação fiduciária de imóveis, penhor de safra, cessão fiduciária de recebíveis	Frequentemente quirografária, com aval de controladores ou nenhuma garantia
Fonte de pagamento	Fluxo contratual autônomo, independente da saúde do originador	Caixa operacional e capacidade de refinanciamento do devedor
Vínculo setorial	Intrínseco: os próprios contratos são imobiliários ou agrícolas	Extrínseco: obrigação documental de destinar recursos ao setor
Classificação na insolvência do devedor	Créditos podem ser extraconcursais quando há propriedade fiduciária	Classe III (quirografário) na recuperação judicial
Risco real assumido	Risco de carteira, estatisticamente mensurável	Risco corporativo puro, equivalente ao de empréstimo bancário sem garantia

4.2 O certificado corporativo e a debênture que lhe serve de lastro

O confronto mais esclarecedor, contudo, não é com a securitização pulverizada. É com a própria debênture que serve de lastro ao certificado. São, em substância, o mesmo crédito contra o mesmo devedor — com diferenças que não favorecem o investidor de varejo.

Aspecto	Debênture quirografária (aquisição direta)	CRA/CRI lastreado na mesma debênture
Devedor final	A companhia emissora	A mesma companhia emissora
Natureza do crédito	Quirografária	Quirografária — idêntica
Classificação na recuperação judicial	Classe III	Classe III
Tributação da pessoa física	Tabela regressiva, salvo debênture incentivada	Isento
Camadas de intermediação	Uma: agente fiduciário dos debenturistas	Duas ou três: agente fiduciário do certificado, securitizadora e, ainda, agente fiduciário da debênture
Exercício do voto	O debenturista vota diretamente na assembleia de debenturistas	O titular delibera em assembleia de titulares; a securitizadora vota na assembleia de debenturistas
Custos incidentes sobre o fluxo	Menores	Acrescidos de taxa de securitização, custódia, escrituração e agente fiduciário adicional
Velocidade de reação a evento de crédito	Direta	Retardada pelo percurso assemblear
Perfil típico do investidor	Institucional e qualificado	Varejo

CONCLUSÃO DO COMPARATIVO

O certificado corporativo entrega ao investidor de varejo o mesmo risco de crédito que o institucional assume na debênture — com menos informação, menos poder de voto, mais camadas de custo e menos velocidade de reação. A isenção fiscal compensa parte dessa desvantagem em cenário normal. Não compensa nenhuma parte dela em cenário de estresse.

5. A REAÇÃO REGULATÓRIA E SEUS LIMITES

5.1 O pacote do Conselho Monetário Nacional de fevereiro de 2024

A distorção descrita não passou despercebida ao regulador. Em 1º de fevereiro de 2024, o Conselho Monetário Nacional editou a Resolução CMN nº 5.118 e a Resolução CMN nº 5.119, ambas publicadas no Diário Oficial da União de 2 de fevereiro de 2024 (Seção 1, p. 17), pacote normativo destinado a restringir o alcance dos títulos incentivados: a Resolução nº 5.119 alcança as letras de crédito imobiliário e do agronegócio, e a Resolução nº 5.118, no que aqui interessa, os certificados de recebíveis.

A diretriz central, fixada no artigo 3º da Resolução CMN nº 5.118/2024, foi vedar a emissão de CRI e de CRA lastreados em títulos de dívida de companhias que não integrem, de forma direta, as cadeias imobiliária e do agronegócio — coibindo a prática de empresas de setores inteiramente estranhos captarem recursos incentivados pela via da securitização. Foram igualmente restringidas hipóteses de lastro em operações de reembolso de despesas já incorridas e ampliados os prazos mínimos de vencimento.

A Resolução CMN nº 5.118/2024 foi emendada três vezes desde a edição: pela Resolução CMN nº 5.121, de 1º/3/2024; pela Resolução CMN nº 5.163, de 22/8/2024 — que estendeu a vedação aos Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA) —; e pela Resolução CMN nº 5.212, de 22/5/2025 — que ampliou o critério de exceção de "companhia aberta" para qualquer pessoa jurídica cujo setor principal de atividade não seja o imobiliário ou o agronegócio. O tema segue, portanto, sob revisão regulatória contínua.

CITAÇÃO CONFIRMADA

Resolução CMN nº 5.118, de 1º/2/2024 — lastro de CRA e CRI (posteriormente estendida aos CDCA) — e Resolução CMN nº 5.119, de 1º/2/2024 — LCI e LCA. Ambas publicadas no Diário Oficial da União de 2/2/2024, Seção 1, p. 17. Fonte: Banco Central do Brasil, sistema de normativos (consulta em 16/9/2026).

5.2 O regime informacional do devedor relevante

Em paralelo, a Resolução CVM nº 60/2021 estabeleceu que, quando um único devedor ou seu grupo econômico responde por parcela relevante do lastro, esse devedor passa a submeter-se a regime informacional próximo ao de emissor de valores mobiliários, com obrigação de disponibilizar demonstrações financeiras e informações periódicas. O reconhecimento regulatório é eloquente: a norma admite, de forma expressa, que nas operações concentradas o risco a ser avaliado é o do devedor, e não o da carteira.

A providência é correta e insuficiente. Disponibilizar demonstrações financeiras pressupõe destinatário capaz de lê-las. O investidor de varejo que adquire o certificado por recomendação de assessor, atraído pela isenção e pela taxa, não realiza análise de crédito de companhia aberta — e a existência da informação, por si só, transfere-lhe o ônus sem lhe conferir a competência.

5.3 O que não mudou: o estoque legado

A restrição regulatória opera para o futuro. As emissões realizadas antes da vigência das novas regras permanecem em circulação, com vencimentos que se estendem por cinco, dez ou quinze anos. Investidores que subscreveram certificados no período de expansão desregulada continuam expostos exatamente às condições originais.

Acrescente-se que a restrição atacou o vínculo setorial — impedindo que empresas alheias às cadeias incentivadas se beneficiassem do instrumento — mas não atacou a ausência de recebíveis segregados nem a assimetria decisória. Uma companhia genuinamente agrícola continua autorizada a emitir debênture quirografária, sem garantia e sem cessão de contrato algum, e a ver esse título convertido em CRA distribuído ao varejo. A Rota C permanece disponível para quem está dentro do setor. O que se coibiu foi o uso do atalho por quem estava fora dele.

SÍNTESE REGULATÓRIA

O regulador restringiu quem pode usar a estrutura. Não alterou o que a estrutura é. Para o investidor, a consequência prática é que o rótulo "CRA" hoje assegura, com razoável confiabilidade, que o devedor pertence ao agronegócio — e nada assegura quanto à existência de recebíveis, de garantias, de fluxo vinculado ou de capacidade efetiva de defesa do crédito.

6. RISCO DE CRÉDITO E CONCENTRAÇÃO

6.1 A ausência de diluição

Em carteira pulverizada, a inadimplência é variável estatística: projeta-se percentual de perda, dimensiona-se a subordinação e o fundo de reserva, e a estrutura absorve o desvio. Em operação mono-devedor, não há distribuição de probabilidade a administrar. Há evento binário. O devedor paga integralmente ou a operação entra em default. Estágios intermediários relevantes não existem.

A concentração é agravada pela extensão dos prazos. Certificados com vencimento em oito, dez ou quinze anos exigem projeção de solvência empresarial por horizonte que excede a capacidade analítica de qualquer agente — e que, no agronegócio, atravessa múltiplos ciclos de preço de commodities, câmbio, crédito rural e clima.

6.2 A limitação das notas de classificação de risco

Em carteira pulverizada, a inadimplência é variável estatística: projeta-se percentual de perda, dimensiona-se a subordinação e o fundo de reserva, e a estrutura absorve o desvio. Em operação mono-devedor, não há distribuição de probabilidade a administrar. Há evento binário. O devedor paga integralmente ou a operação entra em default. Estágios intermediários relevantes não existem.

A concentração é agravada pela extensão dos prazos. Certificados com vencimento em oito, dez ou quinze anos exigem projeção de solvência empresarial por horizonte que excede a capacidade analítica de qualquer agente — e que, no agronegócio, atravessa múltiplos ciclos de preço de commodities, câmbio, crédito rural e clima.

6.3 O que não mudou: o estoque legado

Entre 2023 e 2025, a combinação de juros elevados por período prolongado, compressão de margens no agronegócio, elevação do custo de insumos, endividamento acumulado no ciclo anterior e desaceleração do setor imobiliário produziu número atípico de eventos de crédito em operações securitizadas. Devedores de CRA e de CRI ingressaram com pedidos de recuperação judicial, propuseram recuperações extrajudiciais, promoveram repactuações compulsórias de prazos e taxas, convocaram assembleias de titulares para renegociar condições originalmente pactuadas ou sofreram rebaixamentos sucessivos de classificação.

O padrão observado é constante e merece registro. O investidor de varejo descobre o problema tardiamente, por comunicado ao mercado. Não dispõe de assessoria técnica para avaliar a proposta de repactuação. Não se organiza coletivamente, de modo que o quórum assemblear não se forma ou se forma sob condução de poucos participantes profissionais. E aprova, por inércia ou por ausência, condições substancialmente piores que as originais. A alternativa que se lhe apresenta é desagradável em ambas as pontas: aceitar alongamento com redução de taxa ou empurrar o devedor para recuperação judicial, na qual sua posição é ainda mais frágil.

NOTA METODOLÓGICA

Este informe não apresenta percentuais de inadimplência, volumes financeiros ou identificação de emissões inadimplidas. Dados dessa natureza somente devem ser veiculados a clientes quando extraídos de fonte oficial verificável e datada: relatórios anuais dos agentes fiduciários, que são obrigados a reportar eventos de inadimplemento por emissão; fatos relevantes e comunicados arquivados na Comissão de Valores Mobiliários; boletins de securitização da ANBIMA; e dados de negociação da B3. Informação quantitativa e casos nomeados podem ser incorporados a este documento mediante indicação da fonte correspondente.

7. A ÚLTIMA POSIÇÃO NA FILA: RECUPERAÇÃO JUDICIAL, EXTRAJUDICIAL E FALÊNCIA

7.1 Recuperação judicial: Classe III

Deferido o processamento da recuperação judicial do devedor do lastro, o crédito quirografário titularizado pelo patrimônio separado submete-se integralmente aos efeitos do procedimento, nos termos do artigo 49 da Lei nº 11.101/2005, e é alocado na Classe III do artigo 41 do mesmo diploma.

Duas consequências decorrem de imediato. A primeira é a suspensão das execuções e do curso da prescrição pelo prazo de cento e oitenta dias, prorrogável uma única vez por igual período, conforme o artigo 6º da Lei nº 11.101/2005, na redação da Lei nº 14.112/2020. A segunda é a sujeição do crédito às condições do plano aprovado, que se impõem ao titular ainda que tenha votado contra — ou, o que é mais comum, ainda que sequer tenha participado da deliberação.

Planos de recuperação judicial brasileiros dispensam à Classe III tratamento previsível: deságio sobre o valor de face, carência de dois a quatro anos, alongamento do saldo remanescente por dez a vinte anos e substituição da remuneração original por índice de correção substancialmente inferior. Some-se a possibilidade de imposição do plano por decisão judicial mesmo sem o quórum ordinário, na forma do artigo 58, § 1º, da Lei nº 11.101/2005.

Classe	Composição	Posição do titular de CRI/CRA quirografário
I	Créditos trabalhistas e decorrentes de acidente de trabalho	Preferem ao investidor; pagamento em prazo curto imposto por lei
II	Créditos com garantia real, até o limite do bem gravado	Preferem ao investidor e negociam com poder de barganha superior
III	Créditos quirografários, com privilégio especial ou geral e subordinados	Aqui se aloca o investidor, ao lado de fornecedores e demais credores sem garantia
IV	Microempresas e empresas de pequeno porte	Classe autônoma, com voto por cabeça e tratamento frequentemente mais favorável

7.2 Recuperação extrajudicial: a exposição se agrava

A recuperação extrajudicial, disciplinada nos artigos 161 a 167 da Lei nº 11.101/2005, é instrumento menos discutido e, para o investidor securitizado, potencialmente mais severo. Três características convergem contra ele.

Primeira: o devedor escolhe quem entra. O plano pode abranger a totalidade de uma ou mais espécies de crédito, o que autoriza desenhar reestruturação dirigida precisamente aos credores mais fragmentados e menos capazes de reagir, preservando intactas as relações bancárias das quais a companhia depende para continuar operando. A seletividade é lícita — e é exatamente por isso que preocupa.

Segunda: o quórum de homologação é de maioria simples da espécie. Após a reforma promovida pela Lei nº 14.112/2020, a homologação depende da adesão de credores representativos de mais da metade dos créditos de cada espécie abrangida, percentual inferior ao anteriormente exigido. A lei ainda admite o ajuizamento com adesão parcial, concedendo prazo para que o devedor complete o quórum durante o processamento. Onde a base é pulverizada entre milhares de pessoas físicas, essa maioria é definida por poucos participantes profissionais.

Terceira: homologado, o plano vincula os dissidentes. O investidor que não acompanhou a negociação, não compareceu à assembleia de titulares e não orientou a securitizadora descobre-se vinculado a deságio e alongamento que jamais aceitou — sem que tenha havido recuperação judicial, sem administrador judicial e sem a publicidade que a via judicial impõe.

Registre-se o contraste normativo, que é eloquente: créditos trabalhistas e tributários estão legalmente excluídos da recuperação extrajudicial, precisamente por serem considerados merecedores de proteção reforçada. O crédito quirografário securitizado, detido em larga medida por investidores pessoas físicas, não recebeu proteção equivalente.

7.3 Falência: a ordem do artigo 83

Convolada a recuperação em falência — desfecho recorrente quando o plano não se mostra exequível —, a posição deteriora-se de forma adicional. Antes mesmo da classificação do artigo 83, os créditos extraconcursais do artigo 84 da Lei nº 11.101/2005 são satisfeitos com precedência: remuneração do administrador judicial, despesas do processo, obrigações contraídas durante a recuperação e o financiamento previsto no artigo 69-A.

Ordem	Natureza do crédito (art. 83 da Lei nº 11.101/2005)	
-	Créditos extraconcursais (art. 84) e restituições em dinheiro	Pagos antes de qualquer credor concursal
I	Trabalhistas, limitados a 150 salários mínimos por credor, e acidentários	Preferência integral
II	Créditos com garantia real, até o limite do valor do bem gravado	Motivo pelo qual a garantia real é decisiva
III	Créditos tributários	Precedem o investidor
IV	Créditos quirografários	**Posição do investidor de CRI/CRA corporativo.** Historicamente, a taxa de recuperação nesta faixa é residual.
V	Multas contratuais e penas pecuniárias	Posteriores
VI	Créditos subordinados	Posteriores
VII	Juros vencidos após a decretação da falência	Praticamente inalcançáveis

7.4 A exceção que confirma a regra: a propriedade fiduciária

Há operações estruturadas com alienação fiduciária de imóvel ou cessão fiduciária de recebíveis em favor da securitizadora. Nessas hipóteses, o crédito não se sujeita aos efeitos da recuperação judicial, por força do artigo 49, § 3º, da Lei nº 11.101/2005, o que representa vantagem substancial.

A vantagem, contudo, é menos ampla do que se anuncia. O mesmo dispositivo veda a venda ou a retirada do estabelecimento dos bens de capital essenciais à atividade empresarial durante o período de suspensão, e a jurisprudência interpreta com elasticidade o conceito de essencialidade. Acrescente-se que a excussão depende de procedimento próprio, sujeito a incidentes, e que a avaliação atribuída ao bem no momento da estruturação frequentemente não se confirma em cenário de estresse — sobretudo quando o objeto é terreno, unidade em construção ou safra futura.

Registre-se o essencial: essa proteção não existe na Rota C. Certificados lastreados em debênture quirografária não contam com propriedade fiduciária alguma, e seus titulares permanecem integralmente sujeitos ao concurso. É precisamente a garantia que o banco exigiu para si — e que o investidor não exigiu.

8. A ASSIMETRIA DECISÓRIA: O BANCO DECIDE, O INVESTIDOR DELIBERA

Este é o ponto que material de venda algum menciona e que determina, mais do que qualquer outro, o desfecho econômico do investimento em cenário de estresse. Dois credores da mesma companhia, titulares de créditos de idêntica natureza jurídica, dispõem de capacidades de reação incomparáveis.

8.1 Como decide o credor bancário

A instituição financeira mantém relação bilateral e continuada com a devedora. Conhece a administração, acompanha o fluxo de caixa pela movimentação da conta, recebe informação antes do mercado e submete a decisão a comitê de crédito que delibera em dias.

Seu contrato foi redigido para protegê-la. Contempla covenants financeiros aferidos trimestralmente, cláusulas de vencimento antecipado automático, previsões de cross-default que a habilitam a reagir ao inadimplemento de qualquer outra obrigação da devedora e garantias reais ou fiduciárias que lhe asseguram posição extraconcursal. Dispõe, ainda, de alavancagem relacional decisiva: a companhia precisará da linha de capital de giro no exercício seguinte, o que confere ao banco poder de barganha que nenhum título distribuído ao varejo reproduz.

Ao primeiro sinal de deterioração, o banco pode exigir reforço de garantia como condição para conceder dispensa contratual, encurtar prazos, reduzir limites ou simplesmente não renovar. Tudo isso ocorre em semanas e sem publicidade.

8.2 Como decide o credor securitizado

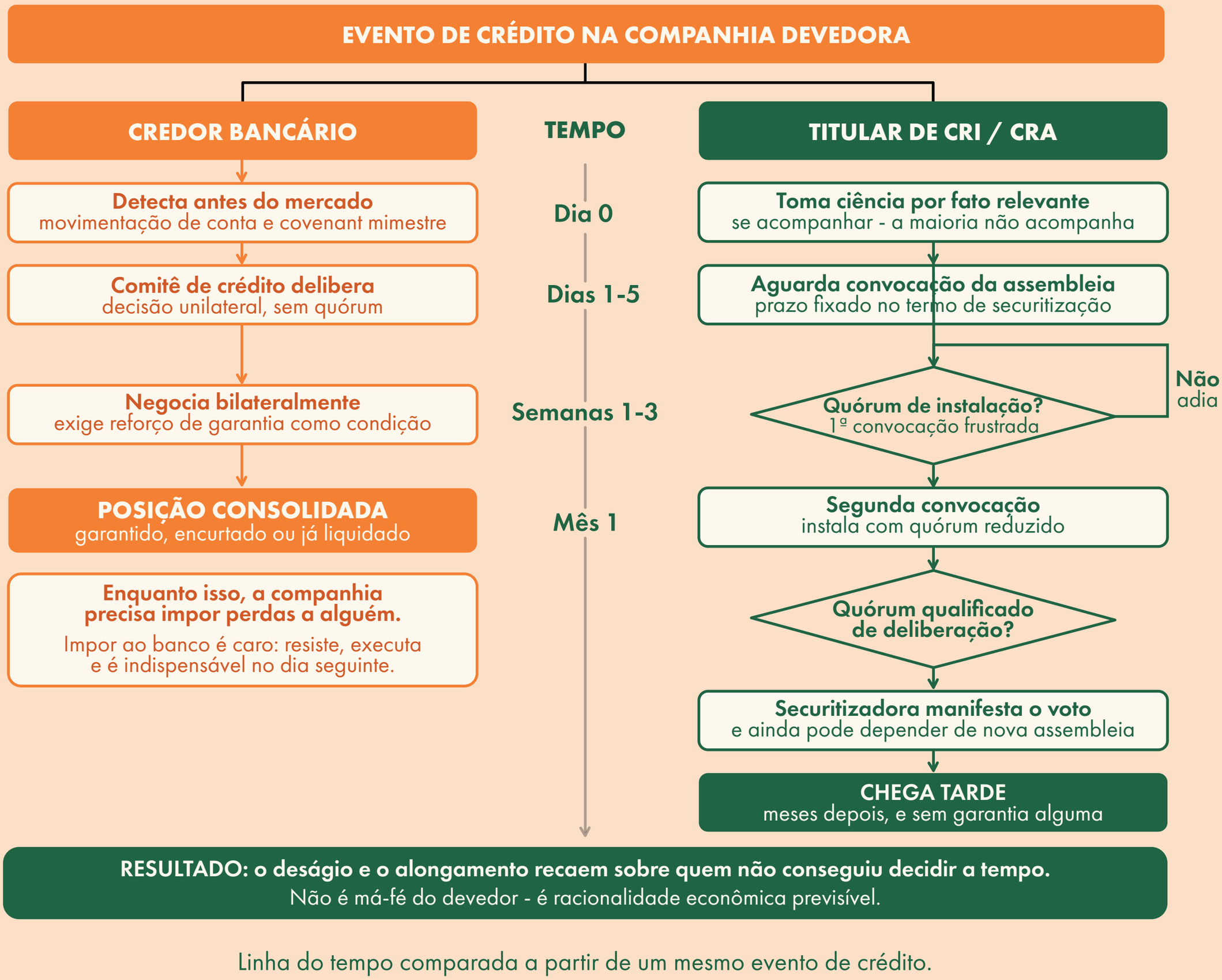
O titular do certificado não tem relação alguma com a devedora. Não conhece a administração, não acompanha o caixa, recebe informação por fato relevante — quando o lê — e não decide sozinho coisa alguma.

Para que uma decisão seja tomada, é preciso que o agente fiduciário convoque assembleia geral de titulares, observado o prazo de convocação previsto no termo de securitização; que se atinja quórum de instalação, frequentemente frustrado em primeira convocação; e que a matéria alcance o quórum de deliberação, que para alteração de condições essenciais costuma ser qualificado e elevado. Somente então a securitizadora, orientada pela deliberação, manifesta-se perante a devedora — ou vota na assembleia de debenturistas, que por sua vez pode exigir novo quórum.

Cada etapa consome tempo. Somadas, produzem intervalo de semanas a meses entre o evento de crédito e a decisão efetiva. Nesse intervalo, o banco já decidiu, já negociou e, eventualmente, já foi pago ou já reforçou sua garantia.

8.3 Comparativo de capacidade de reação

Dimensão	Credor bancário	Titular de CRI/CRA no varejo
Relação com o devedor	Bilateral, continuada e com acesso à administração	Inexistente; comunicação apenas por fato relevante
Qualidade da informação	Antecipada, detalhada, obtida por dever contratual	Pública, tardia e frequentemente não lida
Órgão decisório	Comitê de crédito interno	Assembleia geral de titulares, convocada por terceiro
Prazo típico de decisão	Dias	Semanas a meses, sujeito a adiamento por falta de quórum
Quórum exigido	Nenhum: decisão unilateral	Instalação e deliberação, frequentemente qualificados
Instrumentos contratuais	Covenants, cross-default, vencimento antecipado, reforço de garantia	Hipóteses de vencimento antecipado dependentes de deliberação coletiva
Garantia	Real ou fiduciária, com posição extraconcursal	Em regra inexistente na estrutura corporativa
Alavancagem sobre o devedor	Elevada: a companhia depende de crédito futuro	Nula: o investidor não concederá crédito novo
Posição no concurso	Extraconcursal ou Classe II	Classe III
Capacidade de recusar proposta	Alta e crível	Baixa: a dispersão inviabiliza recusa coordenada



Linha do tempo comparada a partir de um mesmo evento de crédito.

O diagrama torna visível o que a tabela anterior apenas enumera: os dois credores não disputam em condições comparáveis. Quando o titular de certificados finalmente delibera, a posição do banco já está consolidada — e o espaço de negociação que restou é o que sobrou depois dela.

8.4 A cadeia de representação e o vazio de mandato

Agrava o quadro a natureza do mandato conferido aos representantes do investidor. O agente fiduciário atua por dever de diligência e nos limites do termo de securitização; não dispõe, em regra, de mandato para negociar autonomamente condições de reestruturação nem de estrutura para conduzir negociação empresarial complexa. A securitizadora é a parte formal na relação de crédito, mas não tem interesse econômico próprio no desfecho — sua remuneração não varia significativamente conforme o investidor recupere cem ou trinta por cento.

Há, ademais, sobreposições que merecem mapeamento. O agente fiduciário do certificado e o da debênture subjacente podem pertencer ao mesmo grupo econômico. A securitizadora mantém relação comercial continuada com o estruturador da operação. O distribuidor que vendeu o papel pode ser o mesmo que assessorou a companhia na captação. Nenhuma dessas circunstâncias é ilícita por si só, mas todas devem ser identificadas antes da subscrição e reexaminadas ao primeiro sinal de estresse.

8.5 A consequência econômica: onde é mais barato impor perdas

Reunidos os elementos anteriores, chega-se à conclusão central deste informe. Companhias em dificuldade não distribuem perdas de forma aleatória. Distribuem-nas onde o custo de impô-las é menor.

Impor perda ao banco é caro: ele resiste, tem garantia real, executa com rapidez, aciona cross-default e — decisivo — é indispensável ao funcionamento da companhia no dia seguinte. Impor perda ao titular pulverizado de certificados é barato: ele não resiste de forma coordenada, não tem garantia, não executa individualmente, demora meses para deliberar e não será necessário ao financiamento futuro.

Daí resulta a sequência que se observa com regularidade nas reestruturações brasileiras: o banco é preservado, renegociado bilateralmente ou reforçado em garantia; o credor securitizado é alongado, deságiado e convidado a aprovar por inércia. Não se trata de má-fé, e sim de racionalidade econômica previsível — o que a torna mais preocupante, não menos.

O PONTO QUE RESUME O INFORME

O investidor de CRI e CRA corporativo assume o mesmo risco de crédito que o banco assume — sem a garantia que o banco exigiu, sem os covenants que o banco redigiu, sem a informação que o banco recebe, sem a velocidade com que o banco decide e sem a alavancagem que o banco detém. Em troca dessa acumulação de desvantagens, recebe alguns pontos percentuais de remuneração adicional e isenção fiscal.

9. ILIQUIDEZ E DESÁGIO: O CUSTO DE PRECISAR SAIR

9.1 Não existe resgate

CRI e CRA não admitem resgate antecipado por iniciativa do investidor. Não há liquidez diária, não há recompra pela securitizadora, não há obrigação do distribuidor de readquirir o papel. Salvo hipóteses de resgate antecipado previstas no termo de securitização — que, quando existem, constituem prerrogativa do devedor e não do investidor —, o dinheiro permanece imobilizado até o vencimento final, que pode situar-se a mais de uma década de distância.

9.2 O mercado secundário

A única alternativa é a alienação em mercado de balcão organizado. Esse mercado existe, mas é estreito para a classe. Emissões de valor reduzido, com poucos titulares e sem formador de mercado contratado, podem passar meses sem negócio registrado. A formação de preço, nesse ambiente, não decorre de oferta e demanda equilibradas: decorre da necessidade do vendedor.

A consequência é conhecida de quem já precisou vender: o investidor que necessita de liquidez encontra um comprador que sabe da sua necessidade. O deságio praticado nessas circunstâncias com frequência supera, em poucos dias, todo o ganho de rentabilidade acumulado ao longo de anos.

9.3 Marcação a mercado e a ilusão do extrato

Enquanto não há negócios, o extrato de custódia pode exibir o título por valor de curva — principal acrescido da remuneração contratada, como se tudo transcorresse normalmente.

Esse número não é preço de realização. É projeção contratual. Investidores descobrem a diferença no momento em que solicitam a venda e recebem a primeira proposta efetiva, ou quando a deterioração do crédito finalmente se reflete na marcação e produz queda abrupta no extrato — movimento que costuma ser percebido como erro do sistema, e não como revelação do preço real.

9.4 Fatores que ampliam o deságio

Fator	Efeito sobre o preço de venda	Como identificar antes de investir
Volume reduzidoda emissão	Poucos compradores potenciais; spread de compra e venda elevado	Verificar o montante total emitido e o número de titulares
Ausência de formador de mercado	Nenhuma cotação de referência disponível	Consultar o termo de securitização e o prospecto
Prazo longo remanescente	Maior sensibilidade a variações de juros e de percepção de crédito	Conferir a data de vencimento e o cronograma de amortização
Deterioração do devedor	Compradores exigem prêmio adicional de risco	Acompanhar rating, demonstrações financeiras e fatos relevantes
Elevação da taxa básica de juros	Papéis prefixados ou de taxa fixa perdem valor de mercado	Identificar se a remuneração é prefixada, atrelada ao CDI ou ao IPCA
Estrutura subordinada	Séries subordinadas absorvem a perda em primeiro lugar	Confirmar a série adquirida e a cascata de pagamentos
Ausência de garantia real	Comprador precifica recuperação residual em caso de default	Verificar se há alienação ou cessão fiduciária constituída

10. AUSÊNCIA DE REDE DE PROTEÇÃO

O Fundo Garantidor de Créditos cobre depósitos à vista, poupança, CDB, LCI, LCA e outras modalidades especificamente listadas em seu regulamento, até o limite de duzentos e cinquenta mil reais por instituição e por titular, observado o teto global por período. CRI e CRA não integram esse rol e não contam com qualquer garantia do fundo.

Tampouco há coobrigação da instituição distribuidora. O banco, a corretora ou o assessor que ofertou o papel atua como intermediário. Ainda que a operação tenha sido apresentada em ambiente de agência bancária, por gerente de relacionamento, ao lado de produtos garantidos pelo FGC e sob a mesma denominação genérica de renda fixa, a instituição não responde pelo pagamento do principal e dos juros.

Essa distinção é frequentemente diluída na conversa comercial — e é precisamente ela que separa um produto de renda fixa bancária de um investimento em crédito privado corporativo. Quando a diluição é deliberada ou negligente, deixa de ser apenas um problema de compreensão do investidor e passa a ser questão de responsabilidade do distribuidor, tratada no item 15.

SEM FGC, SEM COOBRIGAÇÃO, SEM RESGATE, SEM GARANTIA REAL, SEM PODER DECISÓRIO

Cinco ausências simultâneas definem o produto na sua versão corporativa. Quem as compreende e ainda assim investe está tomando decisão informada, e a decisão é legítima. Quem não as compreende foi mal assessorado — e essa falha tem consequências jurídicas próprias.

11. GARANTIAS: LEITURA CRÍTICA DO QUE É OFERECIDO

Quando existem garantias, sua mera enumeração no material de venda não permite aferir proteção efetiva. Cada modalidade tem fragilidades específicas, que devem ser examinadas antes da subscrição e não depois do inadimplemento.

Modalidade	O que promete	Onde costuma falhar
Alienação fiduciária de imóvel	Excussão extrajudicial e crédito fora da recuperação judicial	Avaliação otimista; terreno ou obra inacabada; discussão sobre essencialidade do bem; litígios possessórios
Cessão fiduciária de recebíveis	Direcionamento do fluxo de caixa para conta vinculada	Recebíveis futuros dependem de o devedor continuar operando; discussão sobre a trava de domicílio bancário
Aval ou fiança de controladores	Responsabilização do patrimônio pessoal dos sócios	Patrimônio já onerado em outras operações; blindagem prévia; execução demorada
Fundo de reserva	Colchão para absorver atrasos pontuais	Dimensionado para poucos meses de serviço da dívida; esgota-se rapidamente em default estrutural
Subordinação de séries	Série sênior protegida pela absorção de perdas da subordinada	Protege apenas o sênior; verificar qual série foi efetivamente adquirida
Sobregarantia	Lastro superior ao valor emitido	Excesso frequentemente composto por créditos de qualidade inferior aos demais
Destinação de recursos	Comprovação de que o dinheiro foi aplicado no setor	Não é garantia: é obrigação documental de fazer, sem vinculação de ativo ao pagamento

12. RISCO TRIBUTÁRIO E REGULATÓRIO

A isenção de imposto de renda conferida à pessoa física sobre os rendimentos de CRI e CRA decorre do artigo 3º da Lei nº 11.033/2004 e constitui parcela relevante da atratividade do produto. Trata-se, contudo, de benefício fiscal — e benefícios fiscais são revisáveis.

O tema não é hipotético. A Medida Provisória nº 1.303, de 11 de junho de 2025, instituiria imposto de renda retido na fonte de 5% sobre os rendimentos de LCI, LCA, CRI, CRA, CPR, LIG e LCD — hoje isentos —, revogando na prática, para esses títulos, o benefício do artigo 3º da Lei nº 11.033/2004. A medida provisória perdeu vigência em 8 de outubro de 2025, sem conversão em lei dentro do prazo constitucional, conforme Ato Declaratório do Presidente da Mesa do Congresso Nacional nº 67/2025 (Diário Oficial da União de 15/10/2025). A isenção permanece, assim, integralmente vigente na data deste informe. Recomenda-se, ainda assim, confirmar o regime tributário vigente na data da aplicação: a tentativa já ocorreu uma vez, por medida provisória, dentro do pacote fiscal de 2025, e pode ser reeditada por projeto de lei — e alteração superveniente altera a relação risco-retorno de forma sensível, especialmente em papéis de prazo longo, cuja precificação incorpora a isenção por toda a curva.

Há, ainda, risco regulatório de segunda ordem que merece registro. A restrição imposta às emissões novas tende a reduzir a oferta de papéis incentivados e, por consequência, a alterar a dinâmica de preço do estoque existente. O efeito sobre cada emissão depende de sua qualidade creditícia: papéis de emissores sólidos podem valorizar-se pela escassez, enquanto papéis de emissores fragilizados tendem a sofrer, uma vez que a redução do fluxo comprador do varejo os expõe à precificação de investidores profissionais.

SITUAÇÃO NORMATIVA ATUAL

A isenção do artigo 3º da Lei nº 11.033/2004 está integralmente vigente na data deste informe. A única tentativa recente de alterá-la — a Medida Provisória nº 1.303/2025, que instituiria IRRF de 5% sobre os rendimentos de LCI, LCA, CRI, CRA, CPR, LIG e LCD — perdeu vigência em 8/10/2025 sem conversão em lei (Ato Declaratório do Presidente da Mesa do Congresso Nacional nº 67/2025). Como toda isenção legal, permanece sujeita a nova iniciativa legislativa, cujo andamento deve ser monitorado antes de cada nova circulação deste informe.

13. A PERGUNTA QUE O INVESTIDOR DEVE FAZER: O RISCO COMPENSA?

Reunidos os elementos deste informe, a decisão de investimento reduz-se a uma comparação honesta entre o que se recebe e o que se assume.

13.1 A assimetria entre prêmio e perda

O que se recebe é um prêmio de remuneração sobre a taxa de referência, apurado ao longo do tempo, somado à economia tributária. É ganho marginal e periódico.

O que se assume é a possibilidade de perda do principal, integral e concentrada em um único evento. Na Classe III, a recuperação histórica é residual, e o alongamento imposto por plano de recuperação — dez a vinte anos, com carência e correção reduzida — produz, em valor presente, perda econômica substancial mesmo quando o crédito é nominalmente preservado.

A assimetria é evidente: o ganho é limitado ao spread contratado; a perda pode alcançar a totalidade do capital. Para que a equação se justifique, é necessário que a probabilidade de default seja efetivamente baixa — e essa probabilidade é justamente o que o investidor de varejo não tem instrumentos para estimar.

13.2 O teste do banco

Há um teste simples, que dispensa modelagem e resume a questão. Formule-se assim:

Se a instituição financeira que conhece esta companhia há anos, que dispõe de equipe de análise de crédito, que acessa a administração e que recebe informação antes do mercado exigiu garantia real, covenants trimestrais, cross-default e prazo curto para lhe emprestar — por que razão eu, que não tenho nada disso, aceitei emprestar à mesma companhia sem garantia alguma, sem covenants em meu favor, sem poder decidir sozinho e por prazo três vezes maior?

13.3 Quando o risco pode compensar

A resposta não é uniformemente negativa. O certificado pode ocupar posição legítima em carteira quando quatro condições se reúnem.

- **Existe lastro real.** Carteira pulverizada de contratos efetivamente cedidos, ou garantia real bem constituída e conservadoramente avaliada — Rotas A ou B, e não a Rota C.
- **A posição é fração pequena da carteira.** Exposição a emissor único de crédito privado deve ser dimensionada como o seria qualquer aposta concentrada, e não como se fosse reserva de liquidez.
- **O prazo é compatível com o horizonte do investidor.** Recursos que podem ser necessários antes do vencimento não devem ser alocados em ativo sem resgate e sem mercado secundário confiável.
- **O prêmio é efetivamente proporcional ao risco.** Remuneração poucos pontos acima da taxa de referência não remunera risco corporativo quirografário de prazo longo somado a iliquidez e a subordinação decisória.

Ausente qualquer dessas condições, a resposta à pergunta que intitula esta seção é negativa — e a negativa deve ser dita ao cliente com a mesma clareza com que lhe foi apresentada a rentabilidade.

14. ALERTA AO INVESTIDOR: SINAIS QUE EXIGEM RECUSA

Os indicadores abaixo não são exaustivos, mas cobrem a maior parte das situações que antecederam perdas relevantes no mercado brasileiro. A presença de qualquer um deles recomenda análise técnica especializada antes da subscrição.

Sinal de alerta	Por que importa
O termo de securitização indica como lastro uma debênture, nota comercial ou CCB de emissão da própria devedora	Não há recebíveis: a operação é empréstimo corporativo sem garantia com rótulo de securitização
O vínculo com o setor decorre de "destinação de recursos"	O vínculo é documental e fiscal; não gera direito sobre ativo, safra ou empreendimento
Há um único devedor e nenhuma garantia real constituída	Risco binário e ausência de recuperação preferencial na insolvência
A remuneração supera de forma expressiva a de emissões comparáveis	O prêmio adicional é preço de risco, não generosidade do emissor
O vendedor descreve o produto como "renda fixa segura" ou o compara ao CDB	Descrição incorreta que sugere falha de dever informacional
Não há classificação de risco ou o relatório não é disponibilizado	Ausência do único parecer independente sobre a capacidade de pagamento
A emissão é pequena e não há formador de mercado	Iliquidez praticamente assegurada e deságio elevado na saída
O prazo excede oito anos sem amortização relevante nos primeiros exercícios	Exposição prolongada com devolução de principal concentrada no fim
O devedor atua em setor sob estresse cíclico ou apresenta alavancagem elevada	Probabilidade de repactuação ou de recuperação judicial no horizonte do título
A série adquirida é subordinada ou mezanino	Absorve as primeiras perdas da estrutura
Os quóruns de instalação e deliberação previstos no termo são elevados	Inviabiliza a reação coletiva e favorece dispensas contratuais ao devedor
O termo não prevê voto à distância ou mecanismo equivalente	Reduz drasticamente a participação do varejo nas assembleias
A devedora possui endividamento bancário relevante com garantia real	O investidor está estruturalmente atrás desses credores na fila e na velocidade de decisão
O investidor não leu o termo de securitização	Todas as informações relevantes estão nele, e apenas nele

SÍNTESE DO ALERTA

Um CRI ou CRA corporativo quirografário é, em substância, um empréstimo sem garantia a uma única empresa, por prazo longo, sem possibilidade de resgate, sem cobertura do FGC, sem coobrigação de quem o vendeu, sem recebíveis segregados, com poder decisório mediado por assembleias de difícil formação e com posição subalterna na fila de pagamento em recuperação judicial, recuperação extrajudicial e falência. A isenção fiscal não altera nenhuma dessas características. Apenas torna o produto mais fácil de vender.

- **Reconcentração bancária.** Retraído o mercado de capitais, o financiamento retorna ao sistema bancário, revertendo justamente o ganho de desintermediação que justificou o incentivo fiscal.
- **Dano reputacional dirigido ao instrumento.** O prejuízo recai sobre a securitização como técnica, e não sobre quem a utilizou mal — de modo que operações legítimas e bem estruturadas passam a enfrentar desconfiança que não merecem.
- **Custo fiscal sem contrapartida.** A renúncia tributária que sustenta o incentivo perde justificativa quando o benefício é capturado pela redução do custo de captação do emissor e a perda é suportada justamente pelo investidor que a renúncia pretendia beneficiar.

16.4 A cadeia de falhas, etapa por etapa

O desequilíbrio descrito não decorre de um defeito isolado. Decorre de cinco falhas encadeadas, cada uma delas em um ponto distinto do ciclo de vida do papel, e cada uma reforçando a seguinte. A estruturação cria um título sem lastro; a rotulagem esconde essa ausência; a distribuição não a comunica; a vigência não a monitora; e o evento de crédito encontra um credor incapaz de reagir.

Diagnosticar a cadeia dessa forma tem utilidade prática: permite identificar em que ponto cada correção deve incidir, e demonstra que nenhuma medida isolada resolve o problema.

CADEIA DE FALHAS DO SISTEMA E PONTOS DE APERFEIÇOAMENTO

1.ESTRUTURAÇÃO *da operação*	2.ROTULAGEM *e registro do título*	3.DISTRIBUIÇÃO *ao investidor de varejo*	4.VIGÊNCIA *do certificado*	5.EVENTO *de crédito*
ONDE O SISTEMA FALHA				
Dívida corporativa genérica vira "recebível" Nenhum contrato é cedido. Nenhum fluxo é segregado. A destinação de recursos é obrigação documental, não é garantia.	**O nome do título contradiz o conteúdo** Rotas A, B e C recebem a mesma denominação legal e o mesmo benefício fiscal, sem meio simples de distingui-las.	**Ninguém lê o Termo de Securitização** A isenção fiscal ocupa o topo do material; a falta de garantia, o rodapé. Vendido em agência ao lado de CDB e LCI.	**Ninguém acompanha e ninguém questiona** O extrato exibe valor de curva, não preço real. O agente fiduciário não tem mandato para agir nem estrutura para tanto.	**O banco decide antes e decide melhor** Quóruns inatingíveis e ausência de voto remoto. Na extrajudicial, o devedor escolhe quais credores o plano vai atingir.
O QUE CORRIGIRIA				
Lastro real ou garantia como condição de acesso Reservar a Rota C ao investidor profissional, ou condicionar sua distribuição ao varejo à constituição de garantia.	**Rota de lastro ostensiva no rótulo** Identificar na lâmina e no nome comercial se há recebíveis cedidos, garantia real ou apenas dívida corporativa quirografária.	**Suitability substantiva e entrega comprovada** Ciência especifica e documentada quanto a: sem recebíveis, sem garantia, sem FGC, sem resgate, sem voto direto.	**Agente fiduciário com mandato e estrutura** Poder efetivo de negociar, remuneração vinculada ao resultado e relatório periódico em linguagem acessível ao varejo.	**Voto remoto e paridade de tratamento** Quóruns compatíveis com base pulverizada, voto eletrônico e exame da seletividade do devedor na via extrajudicial.

O OBJETIVO: um mercado em que o nome do título descreva o seu conteúdo, e em que o investidor saiba, antes de assinar, exatamente o que está comprando.

Por que isso importa além do investidor individual

A securitização é um dos poucos canais efetivos de democratização do acesso a capital no Brasil: permite que empresas captem diretamente do público, reduzindo a dependência do crédito bancário, e permite que a pessoa física acesse instrumentos antes restritos a institucionais. Essa arquitetura só se sustenta sobre confiança. Quando o default deixa de ser exceção e passa a ser etapa previsível do ciclo de vida do papel - recaindo sempre sobre quem menos podia reagir -, a confiança se esgota, o varejo se retrai e o capital, local e global, migra para mercados onde o rótulo do produto corresponde ao que ele efetivamente é.

Cadeia de falhas do sistema e os pontos correspondentes de correção.

16.5 Roteiro de aperfeiçoamento

As seis medidas abaixo desenvolvem o diagrama anterior. São de naturezas distintas — regulatória, autorregulatória, contratual e legislativa —, o que significa que a correção não depende de um único ator nem de uma única reforma.

Medida	Conteúdo	Via de implementação
Lastro real como condição de acesso ao varejo	Reservar as operações da Rota C ao investidor profissional, ou condicionar sua distribuição ao público à constituição de garantia real ou à cessão efetiva de recebíveis	Regulatória: revisão do regime de distribuição de CRI e CRA pela CVM e pelo CMN Regulatória: verificação de adequação e dever informacional do distribuidor
Rotulagem ostensiva da rota de lastro	Ciência específica e documentada quanto à inexistência de recebíveis, de garantia, de cobertura do FGC, de resgate e de voto direto — não questionário genérico de perfil	Regulatória: verificação de adequação e dever informacional do distribuidor
Agente fiduciário com mandato e estrutura	Poder efetivo de negociar, exigência de estrutura técnica compatível e relatórios periódicos em linguagem acessível ao investidor não profissional	Regulatória e contratual: disciplina do agente fiduciário e termo de securitização
Quóruns realistas e voto à distância	Adequar quóruns concebidos para bases institucionais à realidade de bases pulverizadas e viabilizar participação eletrônica nas assembleias de titulares	Contratual e regulatória: cláusulas assembleares e regime de deliberação
Exame da paridade de tratamento nas reestruturações	Avaliar o tratamento diferenciado sistemático entre credores bancários e securitizados de idêntica natureza, especialmente na seletividade da recuperação extrajudicial	Legislativa e jurisprudencial: revisão dos artigos 161 e seguintes da Lei nº 11.101/2005

16.6 O que está em jogo

A securitização é um dos poucos canais efetivos de democratização do acesso a capital construídos no Brasil. Permite que companhias captem diretamente do público, reduzindo a dependência do crédito bancário e a concentração que historicamente encarece o financiamento no país. Permite que a pessoa física acesse instrumentos antes reservados a institucionais. É conquista real, e não retórica de mercado.

Essa arquitetura, contudo, sustenta-se inteiramente sobre confiança — e confiança, em mercado de capitais, é a expectativa de que o título entregue o que o seu nome promete. Enquanto for possível denominar "certificado de recebíveis" um papel que não tem recebíveis, distribuí-lo a quem não lê o termo de securitização e impor-lhe as perdas primeiro por ser ele o credor mais lento, essa expectativa não se sustenta.

O capital, local e global, migra para mercados em que o rótulo do produto corresponde ao que ele efetivamente é. Corrigir esse descompasso não é agenda contra o mercado de capitais brasileiro — é a condição para que ele seja levado a sério.

POSIÇÃO DA BANCA

O mercado de capitais brasileiro construiu, com a securitização, um instrumento valioso e o distribuiu ao público sem lhe explicar o que era. Preservá-lo exige reconhecer, com franqueza, que a estrutura hoje predominante transfere ao investidor menos informado a pior posição contratual, decisória e concursal de toda a cadeia de crédito. Alertar sobre isso não é hostilidade ao mercado. É condição para que ele continue existindo em bases sustentáveis, e para que o investidor — o daqui e o de fora — tenha razão para confiar nele.

15. DEVERES DO DISTRIBUIDOR E VIAS DE RESPONSABILIZAÇÃO

A constatação de que o produto é arriscado não esgota a análise. Cabe verificar se o risco foi adequadamente comunicado e se o produto era compatível com o perfil do investidor.

A Resolução CVM nº 30/2021 impõe às instituições que atuam na distribuição o dever de verificar a adequação do produto ao perfil do cliente, considerando situação financeira, conhecimento e objetivos de investimento. A Resolução CVM nº 60/2021 estabelece o regime informacional próprio de CRI e CRA, inclusive quanto ao devedor relevante, e a Resolução CVM nº 160/2022 disciplina a divulgação nas ofertas públicas. Some-se o dever geral de informação, cuja violação enseja responsabilidade civil, e a aplicação do Código de Defesa do Consumidor às instituições financeiras, consolidada na Súmula nº 297 do Superior Tribunal de Justiça.

Situações que merecem exame jurídico incluem: apresentação do título como equivalente a produto garantido pelo FGC; omissão quanto à natureza quirografária do lastro e à identidade do devedor; descrição do certificado como "lastreado em recebíveis" quando o lastro é debênture sem garantia; silêncio sobre a inexistência de resgate e sobre a iliquidez do mercado secundário; enquadramento de investidor conservador em produto de crédito privado de longo prazo; ausência de entrega do termo de securitização e do prospecto; e concentração desproporcional da carteira em uma única emissão por recomendação do assessor.

As vias disponíveis são cumuláveis e incluem reclamação à ouvidoria da instituição, representação à Comissão de Valores Mobiliários, submissão à Câmara de Arbitragem do Mercado quando aplicável e ação judicial de reparação. A produção da prova é decisiva: gravações de atendimento, mensagens trocadas com o assessor, formulário de perfil de investidor, material publicitário e comprovantes de recebimento de documentos devem ser preservados desde o primeiro sinal de problema.

16. O CUSTO SISTÊMICO: QUANDO O DEFAULT DEIXA DE SER EXCEÇÃO

Encerra-se a análise com consideração que transcende o interesse individual do investidor e diz respeito à integridade do próprio mercado.

16.1 Uma conquista real sob ameaça

A expansão dos títulos incentivados produziu resultado socialmente valioso. Permitiu que companhias captassem diretamente do público, reduzindo a dependência do crédito bancário e a concentração que historicamente encarece o financiamento no Brasil. Permitiu, do outro lado, que o investidor pessoa física acessasse instrumentos antes reservados a institucionais. Foi, em sentido próprio, movimento de democratização do acesso a capital — e é conquista que merece ser preservada.

16.2 O mecanismo da erosão

Essa arquitetura depende inteiramente de confiança, e a confiança depende de que o default seja exceção. Quando a inadimplência se torna frequente e, sobretudo, quando o investidor pulverizado percebe que ocupa sistematicamente a posição escolhida para absorver perdas, a premissa se rompe.

16.3 As consequências previsíveis

- **Seleção adversa.** Emissores sólidos, capazes de captar em condições melhores, migram para outras fontes. Permanecem no canal de varejo, de forma desproporcional, aqueles que dele mais dependem — o que deteriora a qualidade média das emissões oferecidas ao público.
- **Retração do varejo e encarecimento do capital.** A saída do investidor pessoa física eleva o custo de captação inclusive das companhias que não deram causa ao problema, penalizando os bons emissores pela conduta dos demais.

17. A INFORMAÇÃO PRESTADA AO INVESTIDOR É ADEQUADA?

Se as conclusões anteriores estão corretas, impõe-se a pergunta que encerra a análise jurídica deste informe: o investidor que subscreveu esses papéis foi informado do que estava assumindo? A resposta exige distinguir dois conceitos que a prática de mercado confunde de forma sistemática — informação disponível e informação adequada.

17.1 O que a norma exige

O dever de informar, no mercado de capitais brasileiro, não se satisfaz com a mera existência do dado em algum documento acessível. A Resolução CVM nº 160/2022 exige que os fatores de risco sejam apresentados de forma específica e ordenados por relevância, vedando descrições genéricas que poderiam aplicar-se a qualquer emissão. A Resolução CVM nº 60/2021 impõe regime informacional próprio ao devedor relevante, reconhecendo que nas operações concentradas é a sua situação que importa. A Resolução CVM nº 30/2021 obriga o distribuidor a verificar a adequação do produto ao perfil do cliente.

No plano civil, o artigo 6º, inciso III, do Código de Defesa do Consumidor assegura o direito à informação adequada e clara, com especificação correta de características e riscos; o artigo 31 exige que a oferta contenha informação ostensiva sobre os riscos; e o artigo 54, § 4º, determina que cláusulas restritivas de direito sejam redigidas com destaque. A aplicação desse diploma às instituições financeiras está consolidada na Súmula nº 297 do Superior Tribunal de Justiça. Some-se o dever anexo de informação, decorrente da boa-fé objetiva do artigo 422 do Código Civil.

A síntese normativa é inequívoca: informação relevante deve ser específica, ostensiva e proporcional ao risco que descreve. Não basta que exista. Precisa ser encontrável, compreensível e destacada na mesma medida em que o benefício é destacado.

17.2 Seis lacunas recorrentes entre a norma e a prática

Confrontada a exigência normativa com a prática de distribuição, identificam-se seis lacunas que se repetem com regularidade suficiente para caracterizar padrão, e não incidente isolado.

- **O nome do produto contradiz o conteúdo.** A denominação "certificado de recebíveis" é a primeira informação que o investidor recebe e a única que a maioria retém. Quando não há recebíveis cedidos, o próprio rótulo comunica coisa diversa do que o título é — e nenhum esclarecimento posterior neutraliza integralmente uma designação legal enganosa em sua aparência.
- **O fator de risco é genérico e sepultado.** A ausência de recebíveis segregados raramente aparece como fator de risco autônomo e destacado. Costuma ser deduzível da leitura combinada de cláusulas dispersas no termo de securitização, o que transfere ao investidor tarefa interpretativa que a norma atribuía ao ofertante.
- **A assimetria de destaque entre benefício e risco.** A isenção fiscal e a rentabilidade ocupam o topo do material de distribuição, em corpo destacado. A natureza quirografária, a inexistência de garantia e a ausência de liquidez ocupam a última página, em corpo reduzido. Informação tecnicamente completa, mas hierarquizada de modo a produzir compreensão incorreta, não satisfaz o dever de informação ostensiva.
- **O termo de securitização não é efetivamente entregue nem lido.** É o documento onde tudo está — e é justamente aquele que o investidor de varejo não recebe, não abre ou não consegue interpretar. Disponibilidade em página eletrônica não equivale a entrega, e entrega não equivale a informação prestada.
- **O canal de venda equipara o produto à renda fixa bancária.** Oferecido em ambiente de agência, por gerente de relacionamento, em prateleira compartilhada com CDB, LCI e LCA, sob a denominação comum de renda fixa, o certificado herda por associação uma percepção de segurança que a estrutura não sustenta.
- **A posição decisória não é informada em nenhum momento.** Esta é a lacuna mais completa. Nenhum material de distribuição examinado por esta banca informa que o investidor não habilita crédito individualmente, não vota na assembleia-geral de credores, depende de quóruns assembleares para qualquer decisão e ocupa, por isso, posição estruturalmente inferior à do credor bancário da mesma companhia.

17.3 O teste jurídico aplicável

A questão não é se o risco constava de algum documento. É se o investidor médio, destinatário efetivo da oferta, tinha condições reais de compreendê-lo antes de decidir.

TRÊS PERGUNTAS QUE RESOLVEM A MAIOR PARTE DOS CASOS

Primeira: o material de distribuição informava, com o mesmo destaque conferido à isenção fiscal, que não havia recebíveis cedidos e que o crédito era quirografário?

Segunda: o investidor recebeu o termo de securitização antes da subscrição, e há prova dessa entrega?

Terceira: o perfil registrado no formulário de adequação era compatível com crédito privado corporativo sem garantia, de prazo superior a oito anos e sem liquidez?

Resposta negativa a qualquer delas sugere falha informacional relevante, cujo ônus de infirmação recai sobre o distribuidor.

17.4 Consequências jurídicas da falha informacional

Caracterizada a inadequação, abrem-se vias distintas e cumuláveis. No plano contratual, a divergência entre o produto adquirido e o produto representado pode configurar erro substancial, nos termos dos artigos 138 e 139 do Código Civil, especialmente quando o investidor demonstra ter acreditado adquirir título lastreado em recebíveis. No plano da responsabilidade civil, a violação do dever de informar gera obrigação de reparar, com inversão do ônus da prova em favor do investidor consumidor.

Respondem, conforme o caso, o distribuidor que ofertou o papel, o coordenador da oferta pelo conteúdo do material de divulgação e, nos limites de sua atuação, a securitizadora emissora. No plano administrativo, cabe representação à Comissão de Valores Mobiliários, cuja atuação sancionadora em matéria de material publicitário inconsistente com o prospecto é atribuição expressa.

Registre-se, para equilíbrio: nem toda perda decorre de falha informacional, e o investidor devidamente informado que escolhe assumir risco de crédito corporativo não tem direito a ser indenizado pelo resultado da sua escolha. A investigação proposta neste item não presume culpa do distribuidor — propõe verificá-la caso a caso, com base em documentos.

17.5 A pergunta em aberto

Este informe sustenta que a resposta, na generalidade dos casos examinados, é negativa. O investidor de varejo brasileiro que detém CRI e CRA corporativos raramente sabe que não possui recebíveis, quase nunca sabe que é quirografário, e praticamente nunca sabe que sua capacidade de reação é inferior à do banco credor da mesma companhia.

Enquanto essa assimetria informacional persistir, cada novo evento de crédito produzirá o mesmo resultado — perda concentrada em quem menos a compreendeu e menos podia evitá-la — e a conclusão do item 16 se confirmará: a erosão da confiança que sustenta o instrumento não decorrerá do risco em si, mas do fato de ele não ter sido apresentado.

18. PERGUNTAS FREQUENTES

Se a securitizadora quebrar, perco o investimento?
Não necessariamente. O regime fiduciário segrega os créditos em patrimônio separado, que não responde por dívidas da securitizadora e pode ser administrado por terceiro. O risco relevante, porém, não é esse — é o do devedor do lastro.

Meu CRA é "lastreado em recebíveis do agronegócio". Isso significa que existem contratos de venda de safra vinculados ao meu título?
Não necessariamente, e na maioria das emissões corporativas não. O lastro costuma ser uma debênture emitida pela própria companhia, sem cessão de contrato algum. A vinculação ao agronegócio decorre da atividade da devedora e da obrigação de destinar os recursos ao setor.

O que é destinação de recursos?
É o compromisso da companhia de aplicar o dinheiro captado em atividades do setor incentivado e comprovar essa aplicação ao agente fiduciário. Qualifica o título para o benefício fiscal. Não constitui garantia nem confere direito sobre qualquer ativo.

O CRI ou CRA é garantido pelo FGC?
Não. Nenhuma modalidade de certificado de recebíveis conta com cobertura do Fundo Garantidor de Créditos.

Posso resgatar antes do vencimento?
Não. A saída depende de encontrar comprador no mercado secundário, ao preço que este oferecer. Não há obrigação de recompra pela securitizadora ou pelo distribuidor.

Qual a diferença prática entre comprar o CRA e comprar a debênture que lhe serve de lastro?
Do ponto de vista do risco de crédito, nenhuma: o devedor é o mesmo e a natureza quirografária é idêntica. As diferenças estão na tributação, favorável ao CRA, e no controle, desfavorável — o titular do certificado tem mais camadas de intermediação, mais taxas e menos velocidade de reação.

O que significa dizer que o lastro é quirografário?
Significa que o crédito não conta com garantia real nem com preferência legal. Em concurso de credores, é pago depois dos trabalhistas, dos credores com garantia real e dos créditos tributários.

Meu extrato mostra o valor cheio. Isso significa que o papel está saudável?
Não. Na ausência de negócios no mercado secundário, o extrato pode exibir valor de curva, que é projeção contratual e não preço de realização.

Por que o banco credor da mesma empresa costuma sair melhor do que eu?
Porque exigiu garantia real, redigiu covenants a seu favor, recebe informação antecipada, decide em comitê em poucos dias e mantém alavancagem sobre a companhia, que dependerá dele no exercício seguinte. O investidor de varejo não dispõe de nenhum desses instrumentos.

O que é recuperação extrajudicial e por que ela me preocupa?
É procedimento em que o devedor negocia diretamente com credores e submete o plano à homologação judicial. Preocupa porque o devedor escolhe quais espécies de crédito o plano abrange, porque a homologação exige maioria simples da espécie e porque, homologado, o plano vincula quem não aderiu.

O devedor entrou em recuperação judicial. Devo habilitar meu crédito?
O titular do certificado não habilita individualmente. Quem é credor perante a recuperanda é o patrimônio separado, representado pela securitizadora. O investidor participa por meio da assembleia geral de titulares, que orienta o voto a ser proferido.

Fui convocado para assembleia de titulares e não entendi a proposta. Posso simplesmente não comparecer?
A ausência não é neutra. Em emissões pulverizadas, a abstenção do varejo permite que quóruns reduzidos deliberem dispensas e repactuações favoráveis ao devedor. Recomenda-se avaliação técnica da proposta antes da assembleia.

As novas regras do Conselho Monetário Nacional resolveram o problema?
Restringiram quem pode emitir certificados incentivados, impedindo o uso por empresas alheias aos setores imobiliário e do agronegócio. Não eliminaram a estrutura de lastro em dívida corporativa sem recebíveis segregados, não corrigiram a assimetria decisória e não alcançam o estoque já em circulação.

A isenção de imposto de renda compensa o risco?
A isenção reduz a carga tributária, não o risco de crédito. Um título isento que não é pago produz perda integral, e a perda de capital não é compensada por benefício fiscal.

Fui orientado a concentrar boa parte da carteira em uma única emissão. Isso é regular?
Concentração relevante em emissor único de crédito privado é conduta que merece exame à luz dos deveres de adequação. Recomenda-se documentar a orientação recebida e submetê-la a análise jurídica.

19. PLANO DE AÇÃO

Etapa	Providência	Resultado esperado
Antes de investir	Verificar rating, existência de formador de mercado, volume da emissão e quóruns assembleares	Dimensionamento da liquidez esperada e da capacidade de reação coletiva
Antes de investir	Ler as cláusulas de convocação, instalação e deliberação da assembleia de titulares	Dimensionamento da capacidade real de defesa coletiva do crédito
Antes de investir	Verificar o endividamento bancário garantido da devedora	Aferição de quantos credores estão à frente na fila e na velocidade de decisão
Na subscrição	Confirmar por escrito, com o distribuidor, a ausência de FGC, de coobrigação, de recebíveis segregados e de liquidez	Prova documental do conteúdo informacional prestado
Durante a vigência	Acompanhar fatos relevantes, demonstrações do devedor, relatórios do agente fiduciário e comprovações de destinação de recursos	Detecção antecipada de deterioração
Ao primeiro sinal de estresse	Buscar assessoria jurídica e articular atuação coletiva entre titulares	Formação de quórum e poder de negociação em assembleia
Em repactuação ou assembleia	Avaliar tecnicamente a proposta antes de votar; não aprovar por inércia nem se abster por desconhecimento	Preservação do valor econômico do crédito
Em recuperação extrajudicial	Verificar se a espécie do crédito foi incluída no plano e acompanhar a formação da maioria da espécie	Reação tempestiva antes da homologação que vinculará dissidentes
Em recuperação judicial	Acompanhar a habilitação promovida pela securitizadora e a classificação atribuída ao crédito. Provocar impugnação de classificação incorreta no prazo legal.	Correta alocação e participação efetiva na votação do plano
Se houve falha na venda	Reunir gravações, mensagens, perfil de investidor, material publicitário e comprovantes de entrega de documentos	Base probatória para responsabilização do distribuidor

20. CONCLUSÃO

CRI e CRA são instrumentos legítimos e cumprem função econômica relevante no financiamento imobiliário e do agronegócio. O problema não está no instituto, mas na distância entre o que o produto é e o que o investidor acredita estar comprando — distância que a nomenclatura legal, o material de venda e o benefício fiscal contribuem para ampliar.

Quando o certificado tem lastro pulverizado, garantias reais bem constituídas e estrutura de subordinação adequada, trata-se de alternativa consistente de alocação. Quando o certificado é apenas o invólucro de uma debênture quirografária de devedor único, sem contrato cedido, sem fluxo segregado e sem colateral, distribuída ao varejo com discurso de renda fixa e prazo de uma década, trata-se de risco de crédito empresarial vendido a quem não dispõe de instrumentos para avaliá-lo — e que descobrirá a natureza do que comprou apenas quando precisar vender ou quando o devedor pedir recuperação judicial.

A esse diagnóstico soma-se o achado que este informe considera mais grave. A desvantagem do investidor não é apenas de posição na fila — é de velocidade. Enquanto o banco decide em dias, com garantia e informação assegurada por contrato, o titular de certificados depende de assembleias que raramente se instalam a tempo. Essa assimetria torna economicamente racional, para o devedor em dificuldade, impor perdas primeiro a quem menos consegue reagir. É assim que o default deixa de ser acidente e passa a ser sequência previsível.

A reação regulatória de 2024 corrigiu o desvio mais evidente, ao impedir que empresas alheias às cadeias incentivadas se financiassem por esse canal. Deixou intacto, contudo, o traço central: a possibilidade de converter dívida corporativa genérica em título denominado recebível, sem que recebível algum exista, e de distribuí-lo a quem ocupará a última posição em toda reestruturação futura.

A recomendação é objetiva: nenhum CRI ou CRA deve ser subscrito sem leitura do termo de securitização, identificação do devedor, verificação de que existem — ou não — recebíveis efetivamente cedidos, exame das garantias, leitura das cláusulas assembleares e dimensionamento da iliquidez. Nenhuma carteira deve concentrar posição relevante em emissor único de crédito privado. E nenhum investidor deveria aceitar, sem garantia e sem covenants, o risco que o banco da mesma companhia só aceitou com ambos.

ANEXO I — MATRIZ DE VERIFICAÇÃO DE EVENTOS DE CRÉDITO

Este anexo destina-se ao levantamento de casos concretos de inadimplemento em CRI, CRA e debêntures incentivadas. A banca adota como premissa que nenhum caso seja nomeado em documento distribuído a clientes sem que os dez campos abaixo estejam preenchidos e documentalmente comprovados.

A razão é dupla. Afirmar inadimplemento de emissor determinado sem confirmação por série expõe a banca a responsabilização civil. E atribuir default a companhia que apenas sofreu deterioração de rating ou celebrou repactuação consensual é erro material que compromete a credibilidade de todo o documento — inclusive das conclusões corretas.

Campo a verificar	Fonte primária	Documento comprobatório
Identificação da série	B3 e Comissão de Valores Mobiliários	Termo de securitização e código IF da emissão
Identidade do devedor do lastro	Termo de securitização	Cláusula de descrição dos direitos creditórios
Natureza do lastro (Rota A, B ou C)	Termo de securitização	Cláusula de lastro e instrumento de dívida vinculado
Existência e espécie de garantia	Termo de securitização e registros públicos	Instrumento de alienação ou cessão fiduciária e respectivo registro
Ocorrência do inadimplemento	Agente fiduciário da emissão	Relatório anual da emissão e comunicados aos titulares
Data e natureza do evento	Agente fiduciário e CVM	Comunicado ao mercado, fato relevante ou aviso aos titulares
Deliberação dos titulares	Agente fiduciário	Edital de convocação e ata da assembleia geral de titulares
Sujeição a recuperação judicial ou extrajudicial	Juízo competente	Autos do processo e relação de credores
Classificação atribuída ao crédito	Administrador judicial	Quadro-geral de credores
Deságio, carência e prazo impostos	Juízo competente	Plano homologado e respectiva decisão
Recuperação efetivamente obtida	Agente fiduciário	Demonstrativo de pagamentos do patrimônio separado

Hierarquia das fontes. O relatório anual do agente fiduciário é a fonte de primeira ordem, por ser o único documento em que o reporte de eventos de inadimplemento por emissão constitui obrigação regulamentar. Fatos relevantes e comunicados arquivados na Comissão de Valores Mobiliários confirmam data e natureza. Boletins de securitização da ANBIMA e publicações setoriais especializadas servem à contextualização agregada, não à comprovação de caso individual. Notícia de imprensa não é fonte para este fim.

DISTINÇÕES QUE A MATRIZ PRESERVA

Deterioração de rating não é inadimplemento. Rebaixamento de classificação, ainda que sucessivo e severo, indica percepção de risco e não descumprimento de obrigação.

Repactuação consensual não é inadimplemento. Alongamento aprovado em assembleia de titulares, sem prévio descumprimento, é modificação contratual — embora possa produzir perda econômica equivalente em valor presente, o que deve ser dito com essa exata formulação.

Recuperação judicial do devedor não equivale a inadimplemento da série. É preciso verificar se a série específica estava em curso, se houve descumprimento e como o crédito foi tratado no plano.

Inadimplemento de uma série não contamina as demais. Emissores com múltiplas emissões podem ter séries adimplentes e inadimplentes simultaneamente, com garantias e estruturas distintas.

AVISO LEGAL

Este informe tem caráter exclusivamente informativo e reflete o entendimento de Lanna Ribeiro Advogados na data de sua elaboração, com base na legislação e na jurisprudência então vigentes. Não constitui parecer jurídico, recomendação de investimento, análise de valor mobiliário ou aconselhamento financeiro, e não substitui a consulta a profissional habilitado sobre caso concreto. As menções a companhias emissoras têm finalidade exclusivamente ilustrativa da estrutura jurídica descrita e não constituem afirmação de inadimplemento, de deterioração de crédito ou de qualquer irregularidade. As considerações sobre padrões de mercado e sobre a distribuição de perdas em reestruturações constituem análise da banca a partir de incentivos estruturais observáveis, e não afirmação estatística sobre emissores determinados. Decisões de investimento devem considerar o perfil, os objetivos e a situação patrimonial de cada investidor. Alterações legislativas, regulamentares ou jurisprudenciais posteriores à data de elaboração não estão aqui refletidas. É vedada a reprodução total ou parcial sem autorização expressa.