



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº RJ2013/7137

Reg. Col. nº 8747/2013

**Recorrente:** Gaia Securitizadora S/A

**Assunto:** Recurso de Gaia Securitizadora S/A contra decisão da SRE que indeferiu pedido de registro definitivo da oferta pública de distribuição da 20ª série da 4ª emissão de certificados de recebíveis imobiliários – CRI (art. 7º da Instrução CVM nº 414/2004).

### RELATÓRIO

#### I. Do Objeto

1. Trata-se de recurso interposto pela Gaia Securitizadora S/A (“Gaia”, “Securitizadora” ou “Recorrente”) contra decisão da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“SRE”) que indeferiu o pedido de registro definitivo da oferta pública de distribuição da 20ª série da 4ª emissão de certificados de recebíveis imobiliários (“Oferta” e “CRIs”, respectivamente), nos termos do art. 7º da Instrução CVM nº 414/2004.<sup>1</sup>

#### II. Estrutura da Emissão e das Características da Oferta de CRIs

2. Os créditos imobiliários que lastreiam os CRIs emitidos pela Gaia correspondem aos saldos remanescentes (“Resíduos Monetários”) oriundos de contratos de financiamento de aquisição de imóveis (“Contratos de Financiamento”) celebrados entre diversos mutuários e a Socilar Crédito

---

<sup>1</sup> “Art. 7º O pedido de registro de oferta pública de distribuição será apresentado à CVM pela instituição líder da distribuição, ou pela companhia securitizadora, caso seja dispensada a intermediação da oferta (art. 9º), mediante formulário elaborado em conformidade com o Anexo I, e observará o disposto na Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, ressalvadas as disposições desta Instrução”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Imobiliário S/A (“Socilar”), agente financiador no âmbito do Sistema Financeiro de Habitação (“SFH”).

3. Em 29.9.2010, a Socilar cedeu 870 Contratos de Financiamento ao BTG Pactual S.A. (“BTG”) que, na qualidade de coordenador líder da Oferta, emitiu cédulas de créditos imobiliários (“CCIs”) representativas de 534 contratos, transferindo-as, em seguida, à Gaia para que servissem de lastro à emissão dos CRIs. Assim, em 23.12.2010, foram emitidos 155 CRIs com valor nominal unitário de R\$ 300.867,00, sendo o montante total da oferta de R\$ 46.643.385,00, com previsão de vencimento em 23.12.2015.

4. Todos os Contratos de Financiamento mencionados nesta Oferta contavam com a cobertura do Fundo de Compensações de Variações Salariais (“FCVS ou Fundo”)<sup>2</sup> e, ainda que estivessem totalmente quitados, apresentavam Resíduos Monetários originados da diferença entre os reajustes das prestações do financiamento imobiliário e o montante efetivamente pago pelos respectivos mutuários. De acordo com os aludidos contratos, tais resíduos deveriam ser cobrados junto ao FCVS ou, alternativamente, poderiam ser objeto de novação, a ser celebrada com a União Federal, nos termos do art. 1º, da Lei nº 10.150/2000.<sup>3</sup>

5. A remuneração dos CRIs foi fixada em 94% sobre o seu valor unitário, atualizado pela taxa DI.<sup>4</sup> Em caso de inadimplência dos créditos que lastreariam os CRIs, o BTG seria fiador dos direitos gerados por tais certificados, tornando-se responsável por honrar seus pagamentos até o limite da referida remuneração.

6. Toda remuneração era devida no vencimento, havendo, todavia, a possibilidade de amortização extraordinária ou resgate antecipado dos certificados tanto por iniciativa da Securitizadora ou do BTG, quanto por iniciativa dos titulares dos CRIs. A remuneração referente à

---

<sup>2</sup> O FCVS foi criado por intermédio da Resolução nº 25, de 16 de junho de 1967, do Conselho de Administração do extinto Banco Nacional da Habitação, com o propósito “*de garantir a quitação dos saldos devedores remanescentes de contratos de financiamentos imobiliários encerrados, devidamente honrados pelos respectivos mutuários*” (fl. 2). A cobertura do FCVS não era obrigatória, mas foi adotada usualmente por mutuários que se dispunham a pagar um “prêmio”, previamente acordo no próprio contrato de financiamento imobiliário, em contrapartida à garantia do pagamento de eventual “*resíduo que resultasse do descompasso e de diferenças entre o reajuste do saldo devedor do financiamento e o das prestações mensais de amortização e juros*” (fl. 2).

<sup>3</sup> “Art. 1º. As dívidas do Fundo de Compensação de Variações Salariais - FCVS, junto às instituições financiadoras, relativas a saldos devedores remanescentes da liquidação de contratos de financiamento habitacional, firmados com mutuários finais do Sistema Financeiro da Habitação - SFH, poderão ser objeto de novação, a ser celebrada entre cada credor e a União, nos termos desta Lei”.

<sup>4</sup> Taxa calculada e divulgada diariamente pela Cetip e utilizada como referência para a rentabilidade dos títulos bancários e corporativos. Disponível em: < <https://www.cetip.com.br/noticias/aplicacao-sem-complicacao-explica-o-que-e-taxa-di> > Acesso em: 29.1.2016.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

eventual amortização parcial ou resgate antecipado dos CRIs seria calculada *pro rata temporis* em relação à remuneração prevista para os CRIs no prazo de cinco anos.

7. Caso houvesse algum CRI a ser resgatado ao final do período de cinco anos, tal resgate se daria “*pelo valor residual do CRI, descontadas as amortizações parciais, atualizado pela Taxa DI, e com remuneração de 94%*” (fl. 175).

### III. Do Histórico do Processo

8. O presente processo originou-se do Processo CVM nº RJ2010/17901, em que se analisou o pedido de registro provisório da Oferta, o qual foi deferido em 29.12.2010, sob o nº CVM/SRE/CRI/2010/052.

9. Em 28.1.2011, a Securitizadora e o BTG protocolaram o pedido de registro definitivo da Oferta, nos termos do art. 7º, da Instrução CVM nº 400/2003.<sup>5</sup> Na mesma data, foi encaminhada comunicação<sup>6</sup> à Gaia solicitando o atendimento de determinadas exigências para a adequação dos documentos que deveriam instruir o pedido de registro da Oferta, nos termos do art. 9º, §1º, da Instrução CVM nº 400/2003.<sup>7</sup> Em 25.2.2011, a Securitizadora apresentou manifestação descrevendo as providências adotadas para a adequação dos aludidos documentos.

10. Nada obstante, a SRE considerou que algumas modificações ainda seriam necessárias, notadamente quanto às informações referentes aos créditos que serviriam de lastro para os CRIs.<sup>8</sup> Nesse sentido, a área técnica ressaltou que, por estarem no estágio de “créditos inativos não habilitados”, o valor da dívida correspondente a tais créditos não seria reconhecido ainda pelo FCVS. Ademais, os mutuários não poderiam ser considerados devedores, uma vez que, com base na Resolução nº 25/1967 do Conselho de Administração do Banco Nacional da Habitação, “*não há*

---

<sup>5</sup>“Art. 7º O pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários será requerido à CVM pelos fundadores ou pelo ofertante, conforme o caso, em conjunto com a instituição líder da distribuição, e deverá ser instruído com os documentos e informações constantes do Anexo II, em forma de minuta, preliminar ou final, conforme o caso”.

<sup>6</sup> OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 94/2011 (fls. 95-99).

<sup>7</sup> “Art. 9º O prazo previsto no art. 8º poderá ser interrompido uma única vez se a CVM, por ofício encaminhado ao líder da distribuição e com cópia para o ofertante ou, se for o caso, para os fundadores, solicitar documentos, alterações e informações adicionais relativos ao pedido de registro de distribuição e à atualização de informações relativas ao registro de companhia aberta, solicitação esta que será formulada em ato único e conjunto pelas áreas responsáveis da CVM que devam se manifestar na ocasião. §1º Para o atendimento das eventuais exigências, será concedido prazo de até 40 (quarenta) dias úteis, contado do recebimento da correspondência respectiva”.

<sup>8</sup> OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 314/2011, datado de 14.3.2011 (fls. 114-116).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

*qualquer previsão de cobrança ou imputação de débito do saldo devedor aos adquirentes de habitações financiadas pelo Sistema Financeiro da Habitação (mutuários)” (fl. 176-177).<sup>9</sup>*

11. Em novas comunicações, encaminhadas em 28.3.2011 e 15.4.2011 (fls. 117-126 e 128-129, respectivamente),<sup>10</sup> a Gaia reiterou o entendimento apresentado em manifestação anterior e acrescentou que as dívidas nas quais estariam lastreados os CRIs nunca teriam deixado de existir para os mutuários, tendo sido apenas assumidas pelo FCVS na qualidade de corresponsável.

12. Diante dos esclarecimentos prestados pela Gaia, em 1.7.2011, a SRE encaminhou expediente<sup>11</sup> à Securitizadora informando que, no seu entendimento, a estrutura de emissão da Oferta não encontraria amparo legal, razão pela qual o pedido de registro apresentado pela Gaia seria submetido ao Colegiado da CVM. Assim, os prazos para manifestação da área técnica sobre o pedido de registro da Oferta, previstos nos arts. 8º e 9º da Instrução CVM nº 400/2003, não poderiam ser observados.

13. No entanto, em 14.5.2013, a SRE indeferiu o pedido de registro definitivo da Oferta, nos termos do MEMO/SER/GER-1/Nº27/2013 (fls. 1-25).

#### **IV. Do entendimento da SRE**

14. De acordo com a SRE, créditos de responsabilidade do FCVS podem servir de lastro para emissão de certificados de recebíveis imobiliários, desde que (i) estejam devidamente reconhecidos pela Caixa Econômica Federal (“CEF”), administradora do FCVS, e (ii) observem os requisitos estabelecidos pela Lei nº 9.514/1997 e pela Instrução CVM nº 414/2004, especialmente quanto à (a) identificação do devedor e do valor nominal de cada crédito que lastreie a emissão dos CRIs; e (b) necessidade de o fluxo de pagamento dos créditos imobiliários que lastreiam os CRIs estar devidamente definido e correspondente ao fluxo de pagamento dos próprios CRIs.

15. Segundo o entendimento da SRE, os Resíduos Monetários, no estágio em que se encontram, não preenchem os requisitos necessários para servirem de lastro para os CRIs. Tais créditos

---

<sup>9</sup> A SRE citou decisão proferida pela Exma. Sra. Ministra Eliana Calmon, no julgamento do REsp 857415 RS 2006/0132516-6, no qual afirma que “*Embora o FCVS onere o valor da prestação, o mutuário tem a garantia de, no futuro, quitar sua dívida, desobrigando-se do eventual saldo devedor, que, muitas vezes, alcança o patamar de valor equivalente ao próprio*” (fl. 177).

<sup>10</sup> A manifestação encaminhada em 15.4.2011 foi enviada pela Gaia, por intermédio de seu assessor jurídico, PMKA Advogados, via e-mail.

<sup>11</sup> OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº1007/2011 (fl. 127).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

estariam, portanto, pendentes de definições de outras características que ainda deverão ser formalizadas pela CEF, a saber, o real montante das dívidas, bem como os prazos e formas de pagamento. Não havendo previsão do prazo de pagamento dos Resíduos Monetários, não seria possível verificar uma correspondência entre o fluxo gerado por esses créditos imobiliários e o fluxo de pagamento dos CRIs.

16. Além disso, os mutuários não poderiam ser considerados como devedores, uma vez que “já honraram as dívidas que lhe eram atribuídas pelos respectivos contratos de financiamento, tendo pago todas as parcelas previstas” (fl. 20).<sup>12</sup>

17. Por essas razões, a SRE indeferiu o pedido de registro definitivo da Oferta e determinou que a Securitizadora providenciasse a suspensão da negociação dos CRIs e seu resgate imediato, pelo valor unitário atualizado, independente dos detentores dos CRIs, nos termos do art. 11, da Instrução CVM nº 414/2004.<sup>13</sup>

### V. Do Recurso

18. Em 16.5.2013, a Gaia apresentou manifestação comunicando o seu interesse em interpor recurso contra a decisão da SRE que indeferiu o pedido de registro da Oferta e solicitando a concessão de efeito suspensivo à aludida decisão. Por meio de expediente encaminhado na mesma data,<sup>14</sup> a SRE comunicou a concessão do efeito suspensivo e ressaltou que, por ora, não seria necessário à Securitizadora e à CETIP cumprirem o disposto no art. 11, da Instrução CVM nº 414/2011.

19. Em 29.5.2013, a Gaia interpôs recurso contra a decisão da área técnica de indeferimento do pedido de registro da Oferta (fls. 35-44).

---

<sup>12</sup> Neste sentido, a área técnica citou o seguinte trecho da cláusula décima primeira dos Contratos de Financiamento em análise: “ao término do prazo contratual, e uma vez pagas todas as prestações (...), e não existindo quantias em atraso, o CREDOR dará quitação ao COMPRADOR DEVEDOR (Mutuário), de quem mais nenhuma importância poderá ser exigida com fundamento no presente contrato” (fl. 19).

<sup>13</sup> “Art.11. O indeferimento do registro, ou o seu cancelamento pela CVM, acarreta a suspensão da negociação dos CRI e a necessidade de seu resgate imediato, pelo valor unitário atualizado, independentemente da anuência dos detentores dos CRI”.

<sup>14</sup> OFÍCIO/CVM/SRE/GER-A/Nº99/2013 (fl. 34).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

20. A Recorrente alegou, em síntese, que todos os créditos que serviriam de lastro aos CRIs estariam devidamente constituídos, com a identificação dos devedores e dos seus valores nominais, bem como o fluxo de créditos imobiliários seria suficiente para lastrear a emissão dos CRIs.

21. Inicialmente, destacou que, nos termos do art. 9º, §4º, da Instrução CVM nº 400/2003,<sup>15</sup> esta Autarquia possui, em regra, 10 dias úteis para se manifestar sobre o pedido de registro, podendo este prazo ser estendido para 20 dias nas hipóteses previstas no §5º do aludido dispositivo. Não havendo manifestação da CVM neste prazo, o registro deverá ser automaticamente concedido.

22. Considerando o longo período de tempo transcorrido após a última manifestação da SRE sobre a regularidade da instrução do processo (1.7.2011,) teria ocorrido a concessão automática do registro, previamente à manifestação da SRE no sentido de indeferi-lo.

23. Quanto à identificação dos devedores, argumentou que *“o FCVS nunca extinguiu as dívidas dos mutuários, mas simplesmente assumiu a responsabilidade pelo pagamento residual eventualmente não pago no fim do prazo contratual, tornando-se co-devedor da instituição financeira que originara o crédito”* (fl. 38).

24. Conforme apontado pela Securitizadora, a própria Lei nº 10.150/2000, em seu art. 2º, estabeleceria que mesmo após o reconhecimento da dívida pelo FCVS, existindo Resíduo Monetário, a instituição financeira ou seu cessionário poderia prosseguir na execução do referido saldo, o que demonstraria, na sua visão, que o crédito continuaria sendo aquele originado no contrato de financiamento.

25. No que concerne à definição dos valores nominais dos créditos que lastreariam os CRIs, ressaltou que esses teriam sido definidos ao longo da vigência do Contrato de Financiamento que os originou, a partir dos descasamentos entre os índices de correção monetária dos referidos contratos. Por sua vez, a apuração dos referidos créditos já teria ocorrido com base nos parâmetros estabelecidos pelo Decreto nº 97.222/1998.

26. Em seguida, alegou que não haveria previsão normativa na Lei nº 9.514/1997 ou na Instrução CVM nº 414/2004 no sentido de que o fluxo de créditos imobiliários deva possuir

---

<sup>15</sup> “Art. 9º, §4º A partir do recebimento de todos os documentos e informações em cumprimento das exigências formuladas, a CVM terá 10 (dez) dias úteis para se manifestar sobre o pedido de registro, o qual será automaticamente obtido se não houver manifestação da CVM neste prazo. §5º Caso, além dos documentos e informações apresentados na forma do § 4º, tenham sido realizadas alterações em documentos e informações que não decorram do cumprimento de exigências, o prazo de análise pela CVM será de 20 (vinte) dias úteis”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

correspondência idêntica ao fluxo de pagamento dos créditos imobiliários. Segundo o entendimento da Recorrente, a exigência legal se limitaria à suficiência de lastro para emissão de CRIs, isto é, se existem créditos em valor e prazos suficientes para suportar a emissão dos CRIs.

27. Tal exigência teria sido plenamente atendida na Oferta, visto que “*na data de emissão dos CRIs, bem como durante toda a sua vigência, a suficiência de créditos para a operação [seria] constante*” (fl. 41), estando prevista garantia adicional de recompra dos créditos por parte do BTG, caso a novação não ocorra até a data prevista para vencimento dos CRIs.

28. Por fim, a Recorrente sugeriu, alternativamente, proposta de “*substituição dos Créditos Imobiliários lastro do CRI, que se encontram no estágio ‘Inativo-Não Habilitado’, por Créditos Imobiliários que se encontrem nos estágios ‘Créditos Homologados’ e ‘Créditos Pré-Novados’, uma vez que em tais estágios os créditos já possuem um saldo ratificado pela CEF, a atual administradora da FCVS*” (fls. 42).

### VI. Do entendimento da SRE sobre o recurso

29. Em 12.7.2013, a SRE apresentou manifestação<sup>16</sup> sobre o recurso protocolado pela Gaia, tendo mantido o seu entendimento acerca do pedido de registro definitivo.

30. No que diz respeito ao prazo para manifestação sobre o pedido de registro, a área técnica esclareceu que, por meio de manifestação encaminhada em 1.7.2011,<sup>17</sup> comunicou à Recorrente que não observaria os prazos previstos na Instrução CVM nº 400/2003 em razão da complexidade do caso concreto, não tendo a Securitizadora interposto qualquer recurso contra essa decisão ou encaminhado qualquer questionamento sobre o tema.

31. Assim, restaria prejudicada a alegação da Recorrente de que o registro definitivo da Oferta teria sido concedido automaticamente em razão do decurso do prazo. Ademais, o Colegiado da CVM já teria se manifestado no sentido de que “*o decurso do prazo não tem o condão de regularizar a situação do recorrente, que, como visto, é manifestamente irregular*” (fl. 205).<sup>18</sup>

<sup>16</sup> MEMO/SRE/GER-1-Nº40/2013 (fls. 173-220).

<sup>17</sup> OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº1007/2011 (fl. 127).

<sup>18</sup> Processo CVM nº RJ2004/7389, Rel. Dir. Norma Jonssen Parente, julg. 4.10.2005.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

32. Quanto à análise das características dos créditos imobiliários que serviriam de lastro para a emissão de CRIs, a SRE reiterou os principais argumentos que teriam fundamentado a sua decisão de indeferir o pedido de registro definitivo da Oferta.

33. Por fim, a SRE se mostrou desfavorável à proposta alternativa sugerida pela Recorrente, pois *“mesmo que em tais estágios [créditos homologados e créditos pré-novados] os créditos já possuam um saldo ratificado pela CEF, ainda não haveria definição de prazos e fluxos para pagamentos dos mesmos”* (fl. 217).

### **VII. Da Distribuição do Processo**

34. Em reunião de Colegiado realizada em 23.7.2013, o Diretor Otavio Yazbek foi sorteado como relator deste processo. Em razão do término do seu mandato, o processo foi redistribuído, em 7.1.2014, à Diretora Ana Novaes. Em 27.1.2015, o processo foi redistribuído para mim, nos termos do art. 10 da Deliberação CVM nº 558/2008.

35. Em despacho de 5.1.2016, considerando que, de acordo com os termos contratuais, o vencimento dos CRIs ocorrera em 23.12.2015, solicitei à SRE que obtivesse junto ao agente fiduciário Pentágono S/A DTVM informações sobre a subsistência de algum CRI em circulação no mercado.

36. Em 21.1.2016, o agente fiduciário respondeu ao ofício da SRE informando que *“a totalidade dos CRIs em circulação dessa série foram resgatados na data de vencimento da operação”* (fl. 238).

### **VOTO**

1. Cuida-se, como visto, de recurso interposto pela Gaia contra a decisão da SRE que indeferiu o pedido de registro definitivo da oferta pública de distribuição da 20ª série da 4ª emissão de CRI.

2. Como informado pelo agente fiduciário (fl. 238), os referidos CRI, distribuídos com base no registro provisório da Oferta, foram devidamente resgatados na data de vencimento (23.12.2015), não subsistindo, portanto, qualquer um em circulação no mercado.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

3. Desta feita, o presente recurso perdeu o seu objeto, não havendo interesse em seu exame pelo Colegiado da CVM.
4. Voto, portanto, pelo não conhecimento do recurso e pela devolução do processo à SRE para adoção das providências cabíveis.

Rio de Janeiro, 16 de fevereiro de 2016

*Original assinado por*

**Pablo Renteria**

Diretor-Relator