



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

**Processo Administrativo CVM nº RJ2012-0373**

Reg. Col. n.º 8089/2012

**Interessados:** Banco Fator S.A.

Gaia Securitizadora S.A.

**Assunto:** Pedido de registro definitivo de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários

**Diretor Relator:** Henrique Balduino Machado Moreira

### Relatório

#### I. Objeto

1. Trata-se de recurso interposto pelo Banco Fator S.A. e pela Gaia Securitizadora S.A. (“Banco” e “Gaia”, respectivamente, ou “Requerentes”, quando em conjunto) contra decisão da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“SRE”) que indeferiu pedido de registro definitivo de distribuição das 1ª e 2ª séries de Certificados de Recebíveis Imobiliários (“CRI”) da 5ª emissão da Gaia.

#### II. Pedido de Registro e Estrutura da Oferta

2. Em 31.05.2011, os Requerentes entraram com pedido de registro definitivo de oferta de distribuição de CRI com lastro em créditos decorrentes de outros CRI na SRE. A oferta consistiria na emissão em regime fiduciário de 100 CRI Seniores relativos, à 1ª série, com valor unitário de R\$307.600,00, prazo de amortização de 60 meses e vencimento em 03.10.2016, e de 10 CRI Subordinados, relativos à 2ª série, com valor unitário de R\$1.053.007,30, prazo de amortização de 172 meses e vencimento em 03.10.2025. A Planner Trustee DTVM Ltda. (“Planner”) prestaria serviços de agente fiduciário dos títulos.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

3. Os CRI de ambas as séries da 5ª emissão da Gaia seriam lastreados por 170 Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI), sem garantia real imobiliária, emitidas pelo Banco, que era, ao mesmo tempo, cedente das CCI e líder da distribuição.

4. As 170 CCI seriam lastreadas nos seguintes CRI (“CRI Lastro”):

- a) 30 CRI da 177ª série da 1ª emissão da Brazilian Securities Companhia de Securitização;
- b) 15 CRI da 34ª série da 1ª emissão da RB Capital Securitizadora S.A.;
- c) 68 CRI da 39ª série da 1ª emissão da RB Capital Securitizadora S.A.;
- d) 29 CRI da 156ª série da 1ª emissão da Brazilian Securities Companhia de Securitização;
- e) 6 CRI da 2ª série da 2ª emissão da Beta Securitizadora S.A.; e
- f) 22 CRI da 40ª série da 1ª emissão da RB Capital Securitizadora S.A.

5. Para respaldar o registro, os Requerentes anexaram Memorando elaborado pelo PMKA Advogados (“Memorando”) que opinava pela possibilidade jurídica da emissão, tendo em vista os fundamentos a seguir resumidos:

- a) A possibilidade de emissão de CRI lastreados em créditos decorrentes de outros CRI dependeria, em primeiro lugar, da delimitação conceitual dos termos “crédito” e, especialmente, “crédito imobiliário”, como utilizados na Lei nº 9.514, de 1997, que trata das operações de securitização de recebíveis imobiliários, associando-as em seu art. 8º, caput<sup>1</sup>, por exemplo, expressamente ao conceito de crédito imobiliário;

---

<sup>1</sup> “Art. 8º A securitização de créditos imobiliários é a operação pela qual tais créditos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Créditos, lavrado por uma companhia securitizadora, do qual constarão os seguintes elementos:

I - a identificação do devedor e o valor nominal de cada crédito que lastreie a emissão, com a individualização do imóvel a que esteja vinculado e a indicação do Cartório de Registro de Imóveis em que esteja registrado e respectiva matrícula, bem como a indicação do ato pelo qual o crédito foi cedido;

II - a identificação dos títulos emitidos;

III - a constituição de outras garantias de resgate dos títulos da série emitida, se for o caso.

Parágrafo único. Será permitida a securitização de créditos oriundos da alienação de unidades em edificação sob regime de incorporação nos moldes da Lei nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964.”



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- b) Já o art. 6º da Lei nº 9.514, de 1997<sup>2</sup>, definiria CRI como um título de crédito, encaixando-se no conceito jurídico de crédito e constituindo uma promessa de pagamento em dinheiro, e impõe que sejam lastreados em créditos imobiliários;
- c) Apesar dessas referências, nem a Lei nº 9.514, de 1997, nem a Lei nº 10.931, de 2004, que criou a CCI, teriam conceituado o que seria crédito imobiliário, deixando a tarefa para a doutrina;
- d) Desde a Lei nº 9.514, de 1997, a CVM, embora não tenha editado normas infralegais definindo o conceito, teria sido chamada a decidir sobre o tema, tendo expandido sua posição do que seria um crédito imobiliário, já tendo sido consolidado o entendimento de que seriam imobiliários os créditos decorrentes de: (a) compromisso de compra e venda de imóveis; (b) compra e venda de imóveis; (c) locação de imóveis, inclusive na modalidade atípica built-to-suit; (d) financiamento bancário para aquisição, construção, expansão ou reforma de imóveis; (e) concessão de direito real de superfície; (f) concessão de direito real de uso; e (g) créditos detidos contra o Fundo de Compensação de Variações Salariais, dentre outros;
- e) Nas operações de securitização imobiliária, à diferença da emissão de outros títulos, os créditos imobiliários são vinculados aos respectivos CRI, tonando-se os subscritores deste titulares de uma parcela dos referidos créditos e há a possibilidade da criação de um patrimônio separado do patrimônio geral da securitizadora, que seria afetado ao pagamento de certos CRI;
- f) O próprio nome de “certificado” para o instituto indica que os CRI simplesmente atestariam a existência dos créditos imobiliários a eles vinculados, não modificando a operação de securitização a natureza jurídica do crédito imobiliário, já que a amortização e o pagamento da remuneração

---

<sup>2</sup> “Art. 6º O Certificado de Recebíveis Imobiliários - CRI é título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e constitui promessa de pagamento em dinheiro. Parágrafo único. O CRI é de emissão exclusiva das companhias securitizadoras.”



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

dos CRI decorrem do pagamento dos próprios créditos sobre os quais são lastreados;

- g) Assim, os pagamentos decorrentes dos CRI deveriam ser considerados créditos imobiliários para os fins da Lei nº 9.514, de 1997;
- h) Por fim, uma operação estruturada deste modo proporcionaria uma diminuição dos riscos relativos aos investimentos em CRI, pulverizando os riscos do titular de CRI lastreado em outros CRI, já que o eventual inadimplemento por algum dos devedores dos créditos imobiliários originários não afetaria a integridade dos CRI;
- i) A possibilidade de realização de operações com esta estrutura também propiciaria a ampliação de um mercado secundário para os CRI, hoje bastante restrito;
- j) Haveria situações análogas no ordenamento brasileiro sobre a função dos certificados e sua incapacidade de desnaturar o fato cuja existência se quer atestar, como os Certificados de Cédulas de Crédito Bancário, previstos no art. 43 da lei 10.931, de 2004, e que são lastreados em Cédulas de Crédito Bancário (“CCB”), atestando que seus detentores são os titulares das CCB que servem de lastro; e
- k) Outra situação seria o Certificado de Ações, previsto no art. 23 da lei 6.404, de 1976, com a mesma função de atestar a existência de uma situação jurídica, não havendo, assim, nenhum óbice legal ou regulamentar à emissão de CRI lastreados em outros CRI.

### **III. Decisão da SRE (fls. 33 a 50)**

6. Em 20.12.2011, a SRE opinou pelo indeferimento do pedido por não haver base legal nem regulamentar e, também, por entender não ser conveniente aceitar referida estrutura em operações de distribuição de CRI (fls. 33 a 50).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

7. Quanto à legalidade da operação face à Lei nº 9.514, de 1997, a SRE lembrou que os CRI só poderiam ser lastreados em créditos imobiliários, concordando com o Memorando de que o conceito não seria definido na lei e que o entendimento da CVM do alcance do conceito legal tem evoluído, como foi reconhecido no voto do então Presidente da CVM Marcelo Fernandez Trindade no Processo CVM RJ2007-547, julgado em 10.07.2007.

8. A SRE, assim, concorda que os CRI poderiam ser considerados créditos imobiliários, mas não como crédito imobiliário passível de lastrear outros CRI pelas exigências do art. 8º, inciso I, da lei 9.514, de 1997, que exige que o CRI contenha a individualização do imóvel a que esteja vinculado, o que não ocorreria com os CRI lastreados em outros CRI. Este fato ficaria ainda mais evidente em casos de novas emissões de CRI lastreado em CRI que já teriam sido lastreados em CRI emitidos anteriormente.

9. É de se levar em conta, também, que os CRI Lastro no presente caso não corresponderiam a todos os CRI de suas respectivas emissões e séries e que já teriam sido objeto de amortização e/ou resgate em algum nível, tornando-se difícil a identificação dos créditos imobiliários originários.

10. Outro óbice legal à operação seria o fato de que os originadores dos créditos imobiliários a servirem de lastro para novos CRI não poderiam funcionar como tal pela leitura do art. 3º da Lei nº 9.514, de 1997, e pelo item 17 da exposição de motivos, que definem o objeto da companhia securitizadora no sentido de adquirirem créditos imobiliários de empresas que operam na realização de empréstimos para a aquisição ou produção de imóveis, já tendo sido a questão da originação do crédito imobiliário passível de servir de lastro de CRI tratada no Processo CVM RJ2002-2032, julgado em 13.05.2003.

11. No processo acima mencionado, o ex-Diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos votou no sentido de que os créditos imobiliários que poderiam servir de lastro para emissão de CRI deveriam decorrer da exploração do imóvel ou de seu financiamento e não de uma atividade econômica exercida pela própria securitizadora, tomadora mediata dos recursos. Embora se tratasse de um caso diferente, o conceito em discussão era exatamente o mesmo: não podem os originadores do lastro serem companhias securitizadoras.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

12. Quanto à conveniência de se permitir emissão de CRI com lastro em CRI, para além da ilegalidade, a SRE opinou contrariamente porque é dever da CVM “*assegurar a proteção dos interesses do público investidor e do mercado em geral*”, como previsto no art. 1º da Instrução CVM nº 414, de 2004<sup>3</sup>. Além disso, a própria exposição de motivos da Lei nº 9.514, de 1997, define como objetivo fundamental da lei a criação de condições mínimas necessárias ao desenvolvimento do mercado de financiamento imobiliário.

13. Com tal estrutura, no entender da SRE, criar-se-ia uma situação na qual as informações dos CRI lastro de outros CRI pudessem ser precárias, podendo advir de ofertas para as quais o registro foi dispensado nos termos do art. 5º, inciso II, da Instrução CVM nº 400, de 2003, ou por terem sido realizadas com esforços restritos nos termos da Instrução CVM nº 476, de 2009, não tendo sido exigido a elaboração de prospecto. Além disso, permitir-se-ia a emissão indefinida de novos CRI lastreados em CRI emitidos anteriormente, prejudicando a qualidade informacional dos lastros.

#### **IV. Recurso (fls. 01 a 32)**

14. Em 04.01.2012, os Requerentes interpuseram recurso do entendimento da SRE, com pedido de concessão de efeito suspensivo, reiterando os argumentos do pedido inicial e do Memorando para justificar a reforma da decisão da área técnica e requerendo o deferimento do registro definitivo da oferta, nos termos da Instrução CVM nº 400, de 2003.

15. Quanto ao efeito suspensivo<sup>4</sup>, os Requerentes tomaram como fundamento a Deliberação CVM nº 463, de 2003, alegando que o indeferimento do pedido de registro geraria consequências imediatas que poderiam causar danos e constrangimentos à imagem

---

<sup>3</sup> “Art. 1º São regulados pelas disposições da presente Instrução os registros de companhia aberta de companhia securitizadora de créditos imobiliários e de oferta pública de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI com a finalidade de assegurar a proteção dos interesses do público investidor e do mercado em geral, através do tratamento a ser dado aos ofertados e dos requisitos de adequada divulgação de informações sobre a oferta, os CRI ofertados, a companhia securitizadora e demais pessoas envolvidas.”

<sup>4</sup> A possibilidade da concessão de efeito suspensivo a recursos administrativos no âmbito da Administração Pública Federal foi prevista expressamente no art. 61, parágrafo único, da lei 9.784, de 1999: “Art. 61. *Salvo disposição legal em contrário, o recurso não tem efeito suspensivo. Parágrafo único. Havendo justo receio de prejuízo de difícil ou incerta reparação decorrente da execução, a autoridade recorrida ou a imediatamente superior poderá, de ofício ou a pedido, dar efeito suspensivo ao recurso.*”



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

das partes envolvidas na emissão dos CRI. Pedem, assim, a suspensão da eficácia da decisão da SRE até a apreciação pelo Colegiado.

### V. Do Pedido de Informações da SRE (fls. 52 a 60)

16. Em 16.01.2012, diante de indagação da SRE<sup>5</sup> sobre a possível circulação dos CRI e o objetivo pretendido com o pedido do efeito suspensivo, os Recorrentes informaram que não teria havido nenhuma distribuição ou esforço de venda em relação aos CRI objeto do pedido de registro, nem teria havido negociação dos referidos títulos em mercado ou bolsa.

17. Quanto ao pedido de efeito suspensivo, os Recorrentes alegaram que o indeferimento do pedido de registro geraria consequências de efeito imediato como a menção do indeferimento no site da CVM, com consequente comunicação à CETIP S.A., que já tinha ciência da oferta em razão do envio de declaração de que trata o art. 14-A da Instrução CVM nº 400, de 2003, e que tais efeitos poderiam causar danos à imagem das partes envolvidas na emissão, dado que a decisão ora recorrida poderia ser reconsiderada pelo Colegiado da CVM.

### VI. Parecer da PFE (fls. 61 a 69)

18. Em 18.01.2012, a Procuradoria Federal Especializada (“PFE”) em seu parecer concordou com o entendimento manifestado pela SRE, pois, em seu ver, os créditos imobiliários que podem ser lastro de CRI são aqueles decorrentes da exploração ou *“do financiamento do imóvel, isto é, tem por origem a exploração de um imóvel, e não aquele que represente uma dívida tomada para investimento no imóvel, que seria imobiliária por força de sua destinação”*, conforme voto proferido pelo Ex-Presidente Marcelo Trindade no julgamento dos Processos CVM RJ2006-6905 e RJ2007-0547.

---

<sup>5</sup> OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 24/2012 (fls. 52 e 53).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### **VII. Opinião da SRE (fls.70 a 96)**

19. Em 18.01.2012, a SRE reiterou os argumentos que a levaram a indeferir o pedido de registro e opinou pelo não provimento do recurso.

20. No que se refere ao efeito suspensivo, a área técnica entendeu que os Requerentes pretendiam tão somente que o pedido de registro da oferta saísse do *status* de “indeferido” para “em análise”, o que não se viu óbice, uma vez que tal concessão não significaria autorização ou anuência da SRE para que se iniciasse a distribuição dos CRI em questão.

### **VIII. Distribuição do Processo (fls. 99)**

21. Em 08.09.2015, o Diretor Roberto Tadeu foi sorteado relator deste processo, em razão da licença maternidade da Diretora Luciana Dias e posterior fim de seu mandato nesta CVM.

22. Em 26.07.2016, o processo foi redistribuído para minha relatoria, nos termos do procedimento previsto pelo art. 10 da Deliberação CVM nº 558/08.

### **IX. Novo Pedido de Informações (fls. 52 a 60)**

23. Em 21.10.2016, o processo foi despachado à SRE para que o agente fiduciário prestasse informações a respeito de eventual emissão e circulação de CRI objeto do presente recurso.

24. Em resposta ao pedido de informações enviado pela SRE, a Planner afirmou que não chegou a firmar Termo de Securitização para emissão dos certificados objeto de registro junto à CVM (fl. 107).

### **Voto**

1. Trata-se de recurso interposto pelo Banco Fator S.A. e pela Gaia Securitizadora S.A. (“Banco” e “Gaia”, respectivamente, ou “Requerentes”, quando em conjunto) contra





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

decisão da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“SRE”) que indeferiu pedido de registro definitivo de distribuição das 1ª e 2ª séries de Certificados de Recebíveis Imobiliários (“CRI”) da 5ª emissão da Gaia.

2. Considerando que o Termo de Securitização para emissão dos certificados não foi firmado e que os CRI seniores objeto do pedido de registro tinham vencimento previsto para 03.10.2016, conforme informações descritas no relatório anexo a este voto, o presente recurso perdeu seu objeto, não havendo, assim, interesse em seu exame pelo Colegiado.

3. Voto, portanto, pelo não conhecimento do recurso e pela devolução do processo à SRE para adoção das providências cabíveis.

Rio de Janeiro, 22 de novembro de 2016.

*Original assinado por*  
Henrique Balduino Machado Moreira  
**Diretor**