



Rio de Janeiro, 07 de fevereiro de 2017

À Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da CVM

Rua Sete de Setembro, nº 111, 23º andar

Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 08/2016 – Minuta de Instrução que dispõe sobre a oferta pública de distribuição de contratos de investimento coletivo – CIC hoteleiro (“Minuta”)

Prezados Senhores,

AZEREDO SANTOS & CIRNE LIMA – SOCIEDADE DE ADVOGADOS, inscrita no CNPJ/MF sob o nº 19.425.879/0001-41 (“A&C Advogados”), vem, tempestivamente, por seus advogados, apresentar comentários e sugestões à Minuta, submetida à audiência pública, nos termos do Art. 8º, §3º, da Lei nº 6.385/76.

1. Introdução

1.1. Mercado Imobiliário

O mercado imobiliário brasileiro enfrenta uma das maiores crises de sua história. A conjuntura econômica do país, somada às altas taxas de juros, supressão do crédito imobiliário, baixo volume de vendas e grande número de distratos, teve consequências dramáticas para o setor, que registrou forte retração nos principais mercados do país e, consequentemente, a desestruturação de muitas empresas.

Dentre estas empresas, destacam-se as incorporadoras imobiliárias, que, por não resistirem à crise, vêm se tornando integrantes da longa lista de empresas em recuperação judicial.

Rua Visconde de Pirajá, 595, 506, Ipanema,

Rio de Janeiro - RJ, CEP 22410-003

Telefone (21) 3502-9000 / (11) 3522-9136

www.aclaw.com.br



Para tentar ultrapassar essa fase de severa crise, muitas empresas se viram obrigadas a demitir funcionários, reduzir despesas e número de lançamentos, sem a certeza de quando a demanda vista entre os anos de 2006 a 2013 voltará – as perspectivas de melhora são, nos casos mais otimistas, de médio e longo prazos.

1.2. O Mercado Hoteleiro

O fenômeno dos condo-hotéis é recente na história do Brasil, e faz parte da mais recente onda hoteleira do país, sucedendo os movimentos de estabelecimento dos grandes grupos nacionais e a chegada de grupos internacionais ao Brasil. Graças a este movimento foi possível atingir o atual estágio, com uma hotelaria variada e de qualidade.

O advento dos investimentos em partes imobiliárias hoteleiras possibilitou a modernização do parque hoteleiro nacional, o incremento do número de hotéis e, especialmente, a maior profissionalização do segmento. Como consequência, hoje o Brasil conta com melhor qualidade da hospedagem e diversificação dos padrões hoteleiros, que passaram a atender desde a categoria econômica até o *upscale*.

As empresas do setor imobiliário representaram importante engrenagem para viabilizar o crescimento do setor hoteleiro, através de novos “produtos” de qualidade, e da ampliação do rol de marcas e padrões para o turismo, tanto de lazer como de negócios.

Muitos dos hotéis mais recentes possuem “fundos de reserva”, que possibilitam a renovação periódica de suas instalações, mantendo-os modernos e competitivos. Isto pode representar fator competitivo importante, especialmente para os clientes, já que hotéis concorrentes tendem a apresentar produtos de maior qualidade para buscar a clientela.

Grande parte dos hotéis desenvolvidos no mercado brasileiro opera há mais de 10 anos, o que denota a sustentabilidade do setor.

Na cidade do Rio de Janeiro, em especial, foi o setor imobiliário, especialmente através do sistema de *frações* (partes ideais), que permitiu que o parque hoteleiro da capital fosse incrementado em tempo recorde para receber a Copa do Mundo (2014) e as Jogos Olímpicos (2016).

Sem a contribuição dos *players* do setor imobiliário, o Rio de Janeiro teria dificuldades em cumprir os compromissos dos referidos eventos esportivos, tendo em vista o curto prazo para construção e início de operação dos novos hotéis.

O envolvimento entre *players* do setor imobiliário e hoteleiro é vital para perpetuidade de uma hotelaria competitiva. A hotelaria nacional vinha “sucateada”



durante muitos anos, fruto da ausência de grandes bandeiras e dos estímulos para investimento, falta de estímulo para investir em nova infraestrutura e/ou reforma dos hotéis existentes.

Comprometer o ciclo de investimento pelo qual passou a hotelaria nos últimos anos pode ter reflexos adversos em todo o setor de turismo e lazer, sem mencionar os impactos negativos na cadeia produtiva do setor, especialmente em cidades vocacionadas ao turismo de lazer ou de negócios (do qual citamos, com destaque, a cidade do Rio de Janeiro).

1.3. Empreendimentos Hoteleiros

Dentre as tradicionais empresas puramente imobiliárias, poucas são aquelas que sozinhas teriam expertise para desenvolver empreendimentos hoteleiros de qualidade. Isto porque as características de tradicionais ofertas de imóveis e de condo-hotéis são muito diferentes, tanto em sua concepção, como em relação aos prazos de construção, forma de licenciamento, venda etc.

O prazo de um projeto imobiliário convencional (salas comerciais, residenciais etc.) é longo, pois o incorporador (empreendedor) depende de diversas aprovações, licenciamentos e registros, até que se conclua o processo para o lançamento.

Os empreendimentos hoteleiros, no entanto, vivem situação ainda mais delicada: além de passar por todo o processo referido acima, também precisam (i) ser afiliados a uma bandeira com experiência na operação hoteleira, (ii) ter elaborado estudo de viabilidade prévio; (iii) solicitar dispensa de registro junto à CVM, etc.

A obtenção de licenças e autorizações do empreendimento hoteleiro envolve grande complexidade, visto que hotéis configuram verdadeiros centros de negócios de naturezas muito diversas. Em muitos casos, hotéis possuem piscina, salão de eventos, restaurante, bar, lojas, além dos quartos para dormir.

Essa pluralidade de negócios, que vão desde “clube de lazer” (piscina e bar da piscina) até alimentação, envolve licenciamentos e autorizações de diferentes órgãos, graus de dificuldade para obtenção e prazos, o que aumenta sensivelmente o tempo, investimento e complexidade do negócio hoteleiro.

Cada um desses “negócios” sujeita o hotel a leis, regras e licenças diferentes que, além de não serem complementares (devem ser obtidas e/ou observadas individualmente, junto a diferentes órgãos), diferem do processo para um imóvel de outros propósitos (residencial, por exemplo).

Uma oferta de condo-hotel, portanto, não envolve somente “erguer um prédio” (obrigação de resultado/fim): envolve também a construção, licenciamento e operação



de um restaurante; de um salão de eventos; um clube (piscina e bar); um estacionamento, etc. – isto apenas para citar alguns exemplos das atividades mais típicas.

A obrigação dos empreendedores é de entregar um hotel pronto para operar (*turn-key contract*), com capital de giro, licenças, autorizações, funcionários contratados, estoques de comida, bebida, enxoval, letreiros etc. contratados e operando de forma plena e satisfatória.

Diante do exposto, é necessário que a nova norma a ser editada por esta I. CVM traga maior segurança para os investidores e agilidade para os incorporadores, com atenção para as peculiaridades do vasto território brasileiro. A nova norma não deve, portanto, impedir a realização de ofertas em cidades com iminente vocação turística, como é o caso da cidade do Rio de Janeiro, na qual, em muitos casos, é proibida a realização de oferta de **unidades** imobiliárias hoteleiras.

2. Regime Registrário

A 1ª dispensa de registro de oferta pública de CICs hoteleiros foi concedida no âmbito do Processo nº CVM RJ 2014/1503¹, com base, dentre outros, no Art. 4º da Instrução CVM nº 400/03, que trata das hipóteses em que determinada oferta pode ser dispensada de registro.

Dentre tais características, são destacáveis (i) o público alvo da oferta; (ii) o valor unitário dos valores mobiliários ofertados e (iii) as características da oferta. A área técnica, na época, havia se manifestado pelo deferimento do pedido de dispensa de registro em sua totalidade.

A Minuta propõe que o regime “registrário” dos CICs hoteleiros seja modificado. Atualmente todas as ofertas de CICs hoteleiros guardam características semelhantes, a saber: (i) dispensa de registro; (ii) dispensa de intermediário; (iii) dispensa de observância do prazo máximo de oferta previsto na Instrução CVM No. 400/03.

A Minuta pretende que as ofertas passem a ser registradas, sob o entendimento de que “*a intensidade de qualidade da análise conduzida pela SRE no âmbito das ofertas públicas de distribuição de CICs não difere daquelas empregadas para análise de outras ofertas*”.

Com o respeito devido ao excelente trabalho desenvolvido pela I. SRE ao longo dos últimos 4 anos, há que se discordar da afirmação do parágrafo acima: a *ratio* da

¹ Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2014/20140430_R2/20140430_D01.html> Acesso em 23.01.2017.



concessão de dispensa de registro não está atrelada à “intensidade e qualidade” empregada pela área técnica na análise das ofertas, mas ao tipo de oferta em si.

O Art. 4º da Instrução CVM nº 400/03 dispõe que:

*“Art. 4º **Considerando as características da oferta pública de distribuição de valores mobiliários**, a CVM poderá (...) dispensar o registro ou alguns dos requisitos, inclusive divulgações, prazos e procedimentos previstos nesta Instrução”.*

O dispositivo legal trata somente das características da oferta pública, sem fazer referência à complexidade da análise e/ou da oferta pública dispensada de registro.

A própria Deliberação CVM nº 734/15 corrobora com a tese de não incidência (i) de registro e (ii) de taxa de fiscalização.

Isto porque as dispensas concedidas se fiam em “*certas características (que) foram reiteradamente concedidas pelo Colegiado*”, existência de “*requisitos já consolidados pelas decisões mencionadas*” e necessidade de “*redução do cronograma do período de análise das ofertas públicas de distribuição*” de CICs hoteleiros.

Ou seja: foi graças ao fato das ofertas guardarem muitas características semelhantes (que aceleram e facilitam a análise) que o I. Colegiado da CVM pode delegar à área técnica autonomia para conceder, de forma mais rápida e definitiva, a dispensa de registro para estas ofertas.

No caso das ofertas de condo-hotéis, após a análise de 9 casos já foi possível ao Colegiado traçar um padrão nas ofertas, isto é, a presença de muitas características comuns, o que permitia a delegação de competência para a área técnica.

Não só as características básicas destas ofertas são semelhantes: a própria documentação que é utilizada nesta, por conta de seu público alvo, deve ser mais simples, rápida e objetiva, o que se traduz na facilidade de análise e leitura.

Apenas a título de comparação: um prospecto de uma “típica” oferta pública de ações facilmente passa das 500 páginas, que devem ser atentamente lidas e analisadas pela área técnica desta I. CVM. No caso de condo-hotéis, o prospecto raramente chega a 50 páginas.

A documentação da oferta em si é geralmente mais simples e objetiva, envolvendo apenas alguns contratos, estudo de viabilidade, prospecto resumido e material publicitário. Além disso, com as novas regras, o material publicitário passaria a ser analisado *a posteriori*, reduzindo ainda mais o trabalho prévio a ser desempenhado pela I. Área Técnica.



Some-se a isto o fato de que o mercado imobiliário vive uma das suas piores crises de toda a história. A imposição de mais obrigações pode acabar sendo um fator determinante para extinção destas ofertas.

Além disso, as ofertas de condo-hotéis estão passando por um processo extremamente preocupante de retração: conforme dados desta própria CVM, foram realizadas 12 ofertas de condo-hotéis em 2014, com um pico no ano de 2015 (38 ofertas dispensadas de registro), queda em 2016 (24 ofertas) e apenas 1 oferta dispensada de registro em 2017.

Projetando este número para os próximos 12 meses, teríamos um ano com 12 ofertas, ou seja, número 50% menor do que 2016, representando verdadeiro retrocesso: em menos de 3 anos a demanda, que deveria no mínimo ter um crescimento orgânico com a expansão destas ofertas e propagação da nova norma, sofreu o movimento contrário: retração, voltando aos patamares de 3 anos atrás.

Esses números são reflexo da severa crise econômica, e indicam que o apogeu da onda de construção de novos empreendimentos hoteleiros ficou para trás. Com a ausência de outros “grandes eventos”, estima-se que os próximos anos serão marcados por menos ofertas (e menos demanda) de CICs hoteleiros, como destacado em estudos de viabilidade de ofertas submetidas à análise desta I. CVM.

Houve incremento na oferta de hotelaria que não foi acompanhado pelo crescimento da demanda. Dentre os fatores que contribuem para este fenômeno, podemos destacar: (i) a redução do turismo interno (reflexo da crise econômica); (ii) a deterioração da imagem do país perante estrangeiros; e (iii) a ausência de novos grandes eventos para atrair turistas.

A imposição de obrigação de registro atrelado a uma taxa de fiscalização, ao contrário de estimular estes tipos de oferta, pode acabar afastando, ainda mais, a atratividade destes empreendimentos, do ponto de vista dos ofertantes.

As empreendedoras destes hotéis geralmente não dispõem de recursos abundantes em caixa para iniciar o empreendimento – muitas vezes os recursos “iniciais” são investidor no próprio terreno, estudos iniciais, contratação de assessores etc.

O propósito da própria oferta é a obtenção de recursos para investir no novo empreendimento – não fosse assim, os empreendedores poderiam construí-los sem a necessidade do financiamento coletivo.

Os recursos das ofertas são destinados às obras e, como esta I. SRE pode verificar a partir da análise das centenas de estudos de viabilidade já analisados, a margem dos empreendedores (que suportam boa parte dos custos das ofertas) é geralmente pequena, e dificilmente acomodaria as taxas aplicáveis a ofertas tradicionais de valores mobiliários.



3. Definição do cronograma para a realização da oferta, com estabelecimento de prazos para início e encerramento bem como para a divulgação do registro do memorial de incorporação no registro de imóveis

Prazo da Oferta

Apesar das inúmeras diferenças em comparação com ofertas imobiliárias “tradicionais”, os lançamentos de ofertas imobiliárias hoteleiras seguem tendências do mercado imobiliário.

É raro que novos empreendimentos sejam lançados em épocas de "alta temporada", feriados e final de ano, quando os investidores estão envolvidos em eventos com a família ou de férias, reduzindo significativamente a disponibilidade e "apetite" para aquisição de imóveis (lembre-se que o rito ainda é aquele aplicável ao setor imobiliário).

Um lançamento geralmente é precedido de um "represamento" da demanda, uma "contagem regressiva", e outras especificidades criadas para despertar a curiosidade do investidor.

O incorporador muitas vezes leva cerca de um ano desde a concepção de um projeto até finalizar as aprovações e licenciamentos de obra e do empreendimento, e mais um ano para realizar o lançamento. Este prazo garante que os produtos possam ser lançados dentro de prazos factíveis.

Apesar do prazo médio para a realização de um empreendimento ser em torno de 36 meses, após o lançamento, os empreendedores vêm enfrentando alto número de distratos após a entrega dos empreendimentos, o que obriga os incorporadores a "começar de novo" o processo de vendas.

Esses distratos geram “sobras” de partes ideais e unidades, que acabam voltando para os empreendedores, mas que deveriam estar na mão de investidores – em alguns casos, são apenas 2 ou 3 unidades ou partes ideais. Em outros, porém, até 20 ou 30% dos valores mobiliários ofertados voltam para as mãos dos empreendedores. Trata-se de um risco tipicamente imobiliário, que é suportado pelo empreendedor, o que torna necessária a expansão do prazo da oferta. Portanto, acertada a decisão desta CVM de conceder prazo de 3 (três) anos, contados da data de divulgação do anúncio de início da oferta.

Prazo para o registro da incorporação

Rua Visconde de Pirajá, 595, 506, Ipanema,
Rio de Janeiro - RJ, CEP 22410-003
Telefone (21) 3502-9000 / (11) 3522-9136
www.aclaw.com.br



Quanto à fixação de prazo para registro da incorporação, esse prazo deveria ser de doze meses, contados da conclusão das obras.

É importante destacar que os cartórios de registro geralmente têm prazos de 30 dias para análise dos documentos e depois mais 30 dias para verificação de cada uma das exigências, que geralmente não são elencadas em conjunto. O RGI tem mais 30 dias para analisar a documentação antes de expedir qualquer notícia, pelo que o prazo realmente deve ser de 1 (hum) ano, variando estes prazos de acordo com cada cidade e/ou até bairro.

4. Regulamentação das frações ideais de condomínio voluntário (pro indiviso)

A Minuta contém fato que chama atenção: não foram abordados aspectos de ofertas de frações (partes ideais) hoteleiras, mas tão somente de unidades.

Este fato é de causar preocupação por dois motivos: primeiro porque são modalidades de investimento com características semelhantes. Nos dois casos, é vedado ao comprador utilizar de forma plena e pacífica seu imóvel – lembre-se que um empreendimento hoteleiro é aprovado e licenciado somente para permanência temporária.

Mesmo em se tratando de aquisição de “unidade”, não é possível usa-la para moradia, como ocorre em apart hotéis. O investidor de um CIC hoteleiro, tem apenas e tão somente um investimento – o direito de compartilhar os riscos e retornos da atividade hoteleira, com o objetivo de dele receber frutos, mas não de utilizar.

A oferta na forma de “partes ideais” não é opção do empreendedor. É obrigação, que decorre de Lei – na cidade do Rio de Janeiro vigora até hoje lei que impede a venda de **unidades imobiliárias hoteleiras**. Em uma cidade como o Rio de Janeiro, com importante vocação turística, seria impossível realizar a oferta de CICs hoteleiros em diversas localidades.

Além disto, olhando pela perspectiva imobiliária, o direito ao fracionamento de uma unidade imobiliária (apartamento, hotel, salas, etc.) para diversos compradores é assegurado aos seus proprietários.

Prova do acima afirmado são os recentes lançamentos de *Fractional* para uso de segunda residência ou resorts, que vêm reduzindo drasticamente os custos de manutenção e do próprio investimento.

Aliás, "compartilhamento" é uma tendência mundial, seja ela no uso de carros (*Uber, Cabify, Lyft* e etc), nos *fractional* (residências de férias compartilhadas, carros e lanchas com proprietários diversos), *time sharing*, hospedagem compartilhada (*hostel*) dentre outras.



Tratar o mercado de oferta de frações hoteleiras de forma diferenciada da de oferta de unidades representa, dentre outros, um caminho para barrar o crescimento do mercado hoteleiro do Rio de Janeiro, onde a Lei Complementar nº 41 de 07 de outubro de 1999² só permite ofertas de unidades no Centro (e algumas outras áreas pontuais).

Se imposta tal restrição, a cidade do Rio de Janeiro poderá sofrer sério revés, visto que recebeu novos hotéis na zona sul (onde não é permitida a oferta de unidades hoteleiras) através de ofertas de frações hoteleiras. A Minuta barraria por completo uma nova onda de modernização dos hotéis daquela região (dentre outras) da cidade.

Em 2010 a referida Lei de 1999 foi complementada, autorizando a ampliação de capacidade da hospedagem na cidade do Rio de Janeiro, tendo em vista os eventos esportivos de 2014 e 2016. Apesar dos eventos já terem passado, é inegável que a atividade hoteleira depende de ciclos de investimento, que devem ser realizados de tempos em tempos, sob o risco de se tornar uma cidade hoteleira obsoleta.

Excluir as ofertas de partes ideais da Minuta é barrar a realização de novos empreendimentos e investimentos (através de ofertas) especialmente no Rio de Janeiro. É deixar o município do Rio de Janeiro em posição desfavorável em relação às demais cidades, onde investimentos em unidades hoteleiras é possível. Trata-se de medida que não atende aos princípios da isonomia e livre iniciativa.

A melhoria do parque hoteleiro ao longo dos últimos anos é inegável, porém a necessidade de lançar novos empreendimentos sempre se fará presente, tendo em vista a existência de muitos hotéis antigos e o enorme potencial turístico da cidade do Rio de Janeiro.

Diante disto, somos da opinião de que a Minuta deverá ser aditada e ajustada, com a exclusão do seu Art. 3º, de forma a permitir que novas ofertas de “partes ideais” hoteleiras sejam ofertadas futuramente.

5. Público Destinatário da Oferta

A Minuta dispõe que o público destinatário da oferta deve ser restrito àqueles investidores que atendam a determinados requisitos de qualificação, sendo eles:

“(i) investidores considerados qualificados, nos termos da regulamentação específica da CVM, (ii) e pessoas naturais ou jurídicas que possuam, ao menos, R\$ 1.000.000 (um milhão de reais) de patrimônio.”

² Disponível em: < <http://cm-rio-de-janeiro.jusbrasil.com.br/legislacao/287097/lei-complementar-41-99>> Acesso em 24.01.2017.



A Comissão de Valores Mobiliários elevou o valor que os investidores qualificados devem possuir em investimentos de R\$300.000,00 (trezentos mil reais) para R\$1.000.000,00 (um milhão de reais) sem que existisse a introdução de novas métricas e/ou aspectos aptos a aferir o conhecimento que determinado investidor possui sobre os riscos de seus investimentos financeiros.

As mudanças ocorridas no conceito de investidor qualificado foram baseadas na legislação norte-americana quando foi publicado o *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*³

O *Dodd-Frank Act*, publicado como Lei Federal pelo Presidente Barack Obama em 21 de julho de 2010, serviu como resposta à grande recessão e trouxe mudanças significativas na regulação financeira dos Estados Unidos. A referida lei foi criada com o objetivo de promover estabilidade financeira dos Estados Unidos, aumentando a responsabilidade e transparência do sistema financeiro e, conseqüentemente, acabando com as práticas abusivas dos serviços financeiros.

O *Dodd-Frank* mudou o conceito de investidor qualificado, excluindo-se o valor da residência principal da composição do valor de US\$1.000.000,00 necessário para realizar um investimento. Com essa mudança, muitos investidores que anteriormente estariam habilitados para investir perderam a sua qualificação.

A modificação do conceito foi muito criticada, principalmente pelo Comitê Consultivo de Investidores da *Securities and Exchange Commission* por meio do documento intitulado “*Recommendation of the Investor Advisory Committee: Accredited Investor Definition*” que contestou o novo conceito e ofereceu alternativas para melhor adequá-lo à realidade dos investidores e serve perfeitamente para aconselhar esta I. Autarquia sobre a matéria.

De acordo com o referido documento, o atual conceito de investidor qualificado utiliza um limiar financeiro baseado em renda e patrimônio líquido como representação para acesso a informações, sofisticação financeira e capacidade de suportar potenciais perdas.

A confiança na renda e no patrimônio líquido dos investidores resulta numa definição clara e relativamente simples, porém essa abordagem simplifica demasiadamente os fatores que determinam se um indivíduo realmente possui a riqueza e liquidez para suportar os potenciais riscos de uma oferta.

Afastar-se de uma definição baseada estritamente na capacidade financeira, optando-se por um conceito que incorpora experiência e sofisticação, talvez seja mais efetivo na identificação dos indivíduos que podem se defender sozinhos, deixando-se de reprimir desnecessariamente o *pool* de capital disponível para ofertas.

³ Disponível em: <<https://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>> Acesso em 26.01.2017.



Os investidores sofisticados não se enquadram na definição de investidor qualificado, porém são indivíduos com maior conhecimento do setor investido. O desenvolvimento de meios para que os investidores sofisticados se tornem qualificados é opção que poderia contribuir positivamente para estas ofertas.

Por exemplo, indivíduos que alcançaram certas credenciais profissionais ou que tenham experiência profissional relevante também deveriam ser candidatos para serem tratados como investidores qualificados, mesmo que não possuam a renda ou o patrimônio que constam na definição. Aqueles que possuem experiência em investimentos também seriam passíveis de receber tal tratamento.

As visões da *Securities and Exchange Commission*, a *Financial Conduct Authority* (órgão regulatório do Reino Unido) quanto à matéria são semelhantes à recomendação do *Investor Advisory Committee*, no sentido de que os investidores sofisticados podem investir, independente da renda e/ou patrimônio líquido, desde que possuam um certificado que ateste a sua condição.

Segundo as regras da *Financial Conduct Authority*, um indivíduo se qualificará como investidor sofisticado após ser avaliado por uma empresa autorizada pela mesma, comprovando o alto nível de conhecimento financeiro do investidor.

Apesar do “método de avaliação” ser o mais utilizado, a qualificação pode também poderia ser feita mediante auto-certificação, que consiste num documento assinado pelo investidor, demonstrando que o mesmo possui elevado conhecimento e sofisticação para investir.

Analisando-se o cenário dos Estados Unidos e do Reino Unido, podemos transportar tal discussão para o nosso país, pois o atual conceito de investidor qualificado nada mais fez do que atrelar maior patrimônio à qualificação para investir, sem que tenha ocorrido algo que realmente justificasse a modificação do conceito e, conseqüentemente, a redução no *pool* de capital disponível para este tipo de oferta.

Em notícia veiculada no jornal Valor Econômico no dia 23 de janeiro de 2017, a Associação Brasileira de Investidores de Condo-Hotel assim tratou da regulamentação colocada em audiência pública⁴:

“A Associação Brasileira de Investidores de Condo-Hotel, que vai representar quem aplica recursos na compra de apartamentos de hotéis por meio do sistema de condo-hotel, também critica a regulamentação colocada em audiência pela CVM – em especial nos trechos que limitam o universo de aplicadores. Mas a entidade pondera que as regras vão tornar o

⁴ Disponível em: < <http://www.valor.com.br/empresas/4844040/setor-de-hoteis-critica-regras-da-cvm>>
Acesso em 26.01.2017



negócio mais seguro. Segundo a associação, 80% das pessoas que decidem adquirir uma unidade hoteleira desconhecem o mercado.” (Grifamos)

A nova qualificação de investidor introduzida a partir da Instrução CVM No. 555 restringiu ainda mais o público a ser abordado para estas ofertas.

Esta nova realidade, somada às dificuldades econômicas do país e à retração do mercado imobiliário, fizeram com que a venda de produtos hoteleiros ficasse restrita a poucos investidores (e o número só diminuiu, com a queda nos indicativos de emprego).

O investidor de hotéis possui um nível de formação profissional e estrutura financeira que o torna apto para avaliar o investimento que está efetuando – não são “marinheiros de primeira viagem”. Geralmente são investidores que já possuem casa própria, outros imóveis, e optam por adquirir partes ideais hoteleiras como forma alternativa de investimento.

Não são investidores típicos do mercado mobiliário, mas com características únicas: seu patrimônio é imobilizado, em imóveis de diversas categorias e destinações, mas não necessariamente estes investidores possuirão R\$1 milhão em investimentos financeiros.

Desta forma, não é razoável que se imponha a este comprador ainda mais restrições, além daquelas tradicionalmente adotadas no mercado imobiliário, como análise de crédito, restrições fiscais, etc.

Conforme consta da legislação Americana (notadamente Reg. D), o conceito de investidor qualificado é de

*“uma pessoa ou entidade que possa lidar com valores mobiliários não registrados com as autoridades financeiras, satisfazendo um dos requisitos: renda, patrimônio líquido, tamanho do ativo, status de governança ou **experiência profissional**. O termo é usado pela Securities and Exchange Commission de acordo com o Regulation D para se referir a investidores que são financeiramente sofisticados e têm uma necessidade reduzida da proteção fornecida por depósitos de divulgação regulamentares.” (Grifamos)*

A Minuta traz avanço ao permitir critério alternativo, qual seja, o de que as ofertas de CIC hoteleiro podem ser destinadas a investidores que possuam, ao menos, um



investimento em CIC cujo empreendimento hoteleiro esteja em operação por prazo superior a um ano.

Esse critério alternativo aproxima-se do princípio utilizado pela *Financial Conduct Authority*, pois valoriza a experiência e a capacidade do investidor em entender os riscos do negócio, e não somente o seu patrimônio.

No entanto, devemos salientar que a esta “qualificação” não pode estar atrelada ao tempo de operação do empreendimento. A qualificação é algo intrínseco ao investidor, e não ao investimento – a qualificação está atrelada ao conhecimento e experiência do investidor e este, por sua vez, não deveria ser impedido de investir simplesmente pelo fato de não possuir investimentos em CIC de empreendimento em operação pelo prazo indicado na Instrução.

Diante disto, o fato do investidor já possuir experiência em ofertas de CICs hoteleiros é visto como bom critério para substituir a exigência de qualificação/capacidade financeira. No entanto, isto não deve estar limitado a determinado lapso temporal – a experiência de investir independe de quanto tempo tenha se passado desde que o hotel começou a operar, mas se aquele negócio é plenamente compreendido pelo investidor. Como dito acima, a qualificação deve ser algo intrínseco do investidor, e não do investimento.

6. Dever de fiscalização da atuação dos corretores de imóveis

Uma das propostas da Minuta é a de que “*as sociedades incorporadoras sejam encarregadas de fiscalizar as atividades dos corretores de imóveis, adotando nessa direção práticas e procedimentos destinados a assegurar o cumprimento da regulamentação vigente.*”

A venda de condo hotéis pelas sociedades imobiliárias (corretores) é uma realidade do mercado imobiliário brasileiro. Nas ofertas de condo-hotéis, os incorporadores e imobiliárias devem ter a prerrogativa de capacitar seus corretores, para que tenham conhecimento do produto hoteleiro e as suas especificidades na venda.

As incorporadoras devem treinar seus corretores de imóveis em cursos com vários módulos e carga horária de mínima, avaliando o aproveitamento através de provas ao final de cada módulo, a fim de garantir a qualidade e capacitação do corretor para promover a venda de um produto hoteleiro.

Apesar das dificuldades iniciais e do número de profissionais que o setor imobiliário envolve o treinamento, que envolverá também a conscientização desses profissionais quanto às suas responsabilidades em comercializar investimentos objeto de oferta pública de valores mobiliários.



Caso haja violação aos deveres e/ou qualquer infração por parte do corretor, penalidades poderiam ser aplicadas, inclusive bloqueio para realizar novas vendas e até a perda do seu certificado. A incorporadora desconsideraria vendas irregulares realizadas pelos corretores infratores. Na prática, além do descredenciamento do corretor, a desconsideração da venda implica sanção pecuniária, já que o corretor deixaria de receber a comissão.

A proposta ora realizada tem o propósito de melhorar a qualidade dos corretores envolvidos neste tipo de oferta, o que, por sua vez, poderá ter impactos positivos nas vendas, na qualidade da informação que chega ao investidor, e na intensidade da fiscalização realizada pelas empreendedoras.

Diante disto, propõe-se a modificação do artigo 16 da Minuta, de forma que os corretores imobiliários passem a ser melhor instruídos e também sujeitos a normas próprias para esta modalidade de oferta, reduzindo as situações de informações.

A redação para o referido artigo passaria a ser:

*“Art. 16. A sociedade **empreendedora** deve fiscalizar a atividade dos corretores de imóveis, adotando práticas e procedimentos destinados a assegurar o cumprimento do disposto nesta Instrução.*

Parágrafo único. Os corretores de imóveis deverão realizar curso presencia com ao menos 60 (sessenta) horas de duração para venda de produtos imobiliários hoteleiros, com certificação pela empreendedora e/ou sociedade corretora responsável pela oferta, conforme o caso.”

7. Material Publicitário

A Minuta introduz diversas melhorias no que diz respeito ao tratamento a ser dado aos materiais publicitários utilizados no âmbito das ofertas de CICs hoteleiros.

Não obstante, é importante que sejam reavaliados alguns critérios para análise deste material, principalmente no que tange à sua linguagem.

A linguagem utilizada precisa se aproximar um pouco mais daquela de ofertas imobiliárias, de forma a atingir o seu público alvo (investidores de raiz), sem deixar de lado as peculiaridades do mercado de capitais. A linguagem, portanto, deve ser clara e objetiva, exigindo do empreendedor a citação de fontes de informação, estudos etc.

A modificação na linguagem, que deve ser construída junto com esta I. CVM, tem como base a necessidade de passar ao investidor ideias sobre dados intangíveis do imóvel. Além da localização, existem outros fatores que adicionam valor ao imóvel que



merecem ser expostos, com a devida licença para utilizar figuras de linguagem mais apelativas. Estes fatores estão relacionados com a qualidade do produto; o conceito Imobiliário; a localização; a "grife" que assina o empreendimento; e tantos outros pontos relevantes sob a ótica do mercado imobiliário.

Diante disto, é importante que os materiais publicitários, a serem aprovados *a posteriori*, tenham regras de linguagem e termos de venda mais flexíveis, com o propósito de melhor atingir o público alvo destas ofertas.

8. Conclusão

Em vista de todo o exposto, respeitosamente **sugerimos**:

- A modificação da Minuta, com exclusão do Art. 3º, de forma que a nova instrução também seja aplicável às ofertas públicas de partes ideais (frações) imobiliárias hoteleiras;

- Que as ofertas continuem sendo autorizadas através de **dispensas** de registro de oferta, que abarcaria também a dispensa do pagamento de taxa de fiscalização, sob pena de não-realização de novas ofertas, tendo em vista o atual cenário imobiliário do Brasil;

- Que a qualificação do investidor não seja atrelada a lapso temporal, mas tão somente a experiência prévia;

- Que os corretores imobiliários sejam **certificados** pela corretora imobiliária ou empreendedora, estando mais preparados para realizar a venda de produtos imobiliários hoteleiros; e

- Que os novos materiais publicitários a serem utilizados no âmbito das ofertas de condo-hotéis tenham linguagem que alcance o investidor de raiz, ie, aproximando-se do seu público alvo, atenta ao princípio da *suitability*.

Sendo estas as nossas considerações e contribuições, estamos à disposição para quaisquer esclarecimentos que se façam necessários através dos advogados Claudia de Azeredo Santos (claudia@aclaw.com.br) e Leonardo Ugatti Peres (Leonardo@aclaw.com.br), telefone (21) 3502-9000.

Atenciosamente,

AZEREDO SANTOS & CIRNE LIMA – SOCIEDADE DE ADVOGADOS

Rua Visconde de Pirajá, 595, 506, Ipanema,
Rio de Janeiro - RJ, CEP 22410-003
Telefone (21) 3502-9000 / (11) 3522-9136
www.aclaw.com.br