



FÓRUM  
DE OPERADORES  
HOTELEIROS  
DO BRASIL

São Paulo, 8 de fevereiro de 2017

À

Comissão de Valores Mobiliários (CVM)  
Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar, Centro  
Rio de Janeiro, RJ 20159-900

At.: **Superintendência de Desenvolvimento de Mercado**

*Via e-mail*

Ref.: **Editais de Audiência Pública SDM nº 08/2016: proposta de regulamentação de oferta pública de distribuição de contratos de investimento coletivo hoteleiro – CIC hoteleiro**

Prezados Senhores,

Fazemos referência à proposta de regulamentação de oferta pública de distribuição de contratos de investimento coletivo hoteleiro (“CIC hoteleiro” e “Minuta”) elaborada pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (“SDM”) e divulgada ao público pelo Edital de Audiência Pública SDM nº 08/2016 (“Edital”).

O Fórum de Operadores Hoteleiros do Brasil (“FOHB”) compreende a preocupação da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) em editar uma regra que formalize, de maneira mais estruturada, as ofertas de CIC hoteleiro. Trata-se, é importante que se diga, de uma tarefa complexa, uma vez que o produto que se pretende regular é, em muitos aspectos relevantes (que serão abordados ao longo desta manifestação), distinto dos



produtos tipicamente registrados por essa Autarquia. Afinal de contas, embora se caracterize como valor mobiliário, o CIC hoteleiro é um produto de natureza essencialmente imobiliária.

Ao mesmo tempo em que conclui uma primeira e mais transitória etapa de interações entre o regulador e os participantes do mercado de CIC hoteleiro – etapa essa cujo início remete ao alerta desta CVM, em dezembro de 2013, sobre sua competência para regular ofertas públicas de CIC hoteleiro –, a divulgação do Edital inaugura a construção de um regime definitivo sobre esse valor mobiliário, motivo pelo qual o FOHB considera que esta é a melhor oportunidade para discutir, de forma franca e transparente, a efetividade e a coerência das medidas propostas na Minuta com os fins perseguidos pela CVM.

O FOHB pretende colaborar com a CVM neste processo, trazendo sugestões e comentários – apresentados em seções temáticas e na ordem dos respectivos dispositivos da Minuta – sobre os pontos da Minuta divulgada pelo Edital. Tais considerações têm como objetivo fornecer subsídios para a construção de uma norma que, sem descuidar do interesse dos investidores e dos pilares que sustentam a regulamentação do mercado de valores mobiliários, permita ao setor hoteleiro recorrer a formas de financiamento e expansão dessa atividade que contribui, cada vez mais, para o desenvolvimento econômico do país.

O FOHB entende, assim, que é de interesse não apenas desta CVM, mas também dos investidores em CIC hoteleiros, que a regulamentação resultante desta Audiência Pública seja o mais aderente possível à realidade do mercado, o que, espera-se, contribuirá para sua ampla observância e cumprimento.

Finalmente, em atenção ao pedido do Edital de que as sugestões e comentários à Minuta (em especial a dispositivos que fixam limites numéricos) sejam devidamente embasados, se possível por dados quantitativos, o FOHB gostaria novamente de destacar que, como provavelmente esta Autarquia já pôde notar, a consolidação desse tipo de dado é quase



inexistente nesse mercado, seja pela natureza dessas operações, seja pelas variações de modelos operacionais, seja, ainda, pela descentralização da distribuição desse produto. Não obstante, as posições do FOHB, defendidas nesta correspondência, são fruto da posição institucional do setor e têm como base a experiência adquirida pelas redes hoteleiras associadas durante os anos de sua atuação.

### **I. Art. 2º, inciso II, da Minuta: termos definidos**

O inciso II do art. 2º da Minuta define “Ofertantes” como “a sociedade operadora do empreendimento, a sociedade incorporadora e qualquer outra pessoa que assuma obrigações perante os investidores, nos termos do CIC hoteleiro”.

**A Minuta emprega, contudo, não apenas o termo definido “Ofertantes”, mas também, em alguns casos, simplesmente “ofertantes” e até mesmo a expressão mais genérica “ofertantes, ou aqueles que assumirem sua posição contratual perante os investidores”.**

A leitura isolada dos dispositivos e da Minuta como um todo parece indicar que o emprego desses termos é feito de forma indiscriminada: muitas são as vezes em que não é claro se a CVM deixou de utilizar o termo definido propositadamente (como para tratar apenas de um ou mais dentre aqueles que, nos termos do inciso II do art. 2º da Minuta, são considerados “Ofertantes”) ou se uma dada ocorrência deveria, de fato, referir aquele termo definido. Há até casos de incoerência no emprego dessas expressões em um mesmo dispositivo, como no art. 6º, *caput* e parágrafo único, da Minuta.

A discussão não é irrelevante, porque o emprego de uma ou outra expressão tem o condão de atribuir ou desincumbir a operadora hoteleira de determinadas obrigações.



Sem prejuízo de uma série de outras ocorrências desse tipo, destacaremos, apenas a título de exemplo, uma que envolve responsabilidades significativas e que, a nosso ver, merece maiores esclarecimentos – até para que os participantes do mercado possam se manifestar adequadamente sobre as propostas contidas no Edital.

Trata-se do art. 29, § 5º, que determina a aplicação de uma série de outros dispositivos da Minuta (com suas respectivas obrigações) às ofertas dispensadas de registro de acordo com esse artigo. Muitas dessas obrigações são construídas a partir da figura da oferta primária e contam com referências aos Ofertantes, aí incluída a operadora hoteleira. Não está claro em que medida, no contexto de ofertas secundárias, essas obrigações (aí incluídas todas as obrigações informacionais do art. 17 da Minuta) devem ser cumpridas pelos Ofertantes propriamente ditos ou por aquele ofertante secundário que se vale de alguma das hipóteses de dispensa automática de registro previstas no art. 29.

**Assim, o FOHB gostaria de pedir à CVM que verificasse o emprego dessas expressões ao longo da Minuta e verificasse sua coerência com os fins buscados pela norma, aclarando-o, na medida do possível, aos participantes do mercado.**

## **II. Art. 5º da Minuta: destinatários da oferta de CIC hoteleiro**

### *A Minuta*

Nos termos do art. 5º, incisos I, II e III, da Minuta, a oferta pública de CIC hoteleiros deve se limitar a:

- (i) investidores qualificados, conforme definido em regulamentação específica da CVM;



- (ii) pessoas naturais ou jurídicas que possuam, ao menos, R\$1.000.000,00 (um milhão de reais) de patrimônio e que atestem sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio; ou
- (iii) pessoas naturais ou jurídicas que possuam ao menos um investimento em CIC hoteleiro cujo empreendimento esteja em operação há mais de um ano e que atestem sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio.

De acordo com o Edital, a limitação do público destinatário da oferta teria como objetivo resguardar os investidores de quatro riscos associados aos CIC hoteleiro: (i) eventual necessidade de aporte adicional de recursos pelo investidor; (ii) incremento do risco tomado pelo investidor que busca financiamento para viabilizar a aquisição da unidade imobiliária autônoma; (iii) estágio pré-operacional dos empreendimentos; e (iv) inexistência de mercado secundário líquido.

Tais riscos, na visão da SDM, seriam agravados pela inexistência de um intermediário qualificado para a condução do processo de verificação da adequação do investimento ao perfil do investidor (*suitability*), tendo em vista que a Minuta dispensa os ofertantes da contratação de instituição intermediária integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários.

#### *Consequências dessa limitação ao público destinatário da oferta de CIC hoteleiro*

O FOHB acredita, pelos motivos que serão expostos a seguir, que tais riscos não justificam a restrição considerada pela CVM e que **a oferta pública de distribuição de CIC hoteleiro deveria ser permitida a qualquer tipo de investidor**. Trata-se de um valor mobiliário bastante atípico, muito se havendo discutido mesmo sobre a adequação da sua

caracterização como valor mobiliário, de modo que não nos parece correto transplantar, para tais produtos, um arcabouço conceitual que é típico do mercado de instrumentos financeiros.

Assim, antes de discutir cada um desses riscos, o FOHB considera importante alertar para as consequências de uma restrição dessa natureza sobre o mercado de condohotéis como um todo.

**A limitação do público investidor tende a afastar as pessoas físicas desse mercado.** Apesar da sua caracterização como valor mobiliário, o CIC hoteleiro não deixa de ser um produto de natureza essencialmente imobiliária. Seus adquirentes usuais são pessoas físicas e famílias de perfil conservador que buscam o retorno e a proteção de um investimento tipicamente imobiliário – e é isso que, de modo geral, eles encontram.

**O afastamento desse tipo de investidor pode impactar diretamente a viabilidade de empreendimentos hoteleiros em certas regiões,** em especial em localidades menores ou no interior do país, que já sofrerão, de forma mais gravosa, os custos e as dificuldades relacionadas às opções regulatórias da Minuta. Nesse sentido, convém lembrar, até pelo tipo de esforço de distribuição que é realizado em ofertas públicas de CIC hoteleiro (por meio de corretores de imóveis), que os investidores são predominantemente locais – pessoas que vivem na região do empreendimento, conhecem suas potencialidades e buscam um investimento imobiliário naquele raio. Nesses casos, evidentemente, um número menor de pessoas físicas tende a atender os critérios sugeridos na Minuta.

A diferença na capacidade aquisitiva dos investidores ao longo do país se reflete em preços médios bastante distintos por localização dos empreendimentos. Apenas para exemplificar, as informações abaixo (retiradas de documentos públicos) mostram que unidades imobiliárias em empreendimentos no interior do Estado de São Paulo podem custar até a metade do valor de unidades em empreendimentos (administrados pela mesma



operadora hoteleira) na capital. Essa diferença é ainda maior quando se comparam as distintas regiões do país:

<b>Ibis Ibirapuera</b>	Preço unitário varia de R\$558.000,00 a R\$616.000,00, conforme as características de cada Unidade Autônoma Imobiliária Hoteleira e considerando os valores de tabela previstos para o lançamento
<b>Ibis São Caetano</b>	Preço unitário possível de R\$ 455.314,00, conforme informações do investimento constantes no Estudo de Viabilidade
<b>Ibis Tatuapé</b>	Preço unitário previsto de R\$390.004,00, considerando o valor de tabela previsto para o lançamento
<b>Ibis Osasco</b>	Preço unitário varia de R\$387.863,11 a R\$404.099,46, data base maio/2016, conforme as características da unidade
<b>Ibis Tatuí</b>	Preço unitário mínimo de R\$ 245.000,00

É verdade que a Minuta, diferentemente do que faz a Deliberação CVM n° 734/2015 e em linha com a regulamentação mais moderna da CVM (a exemplo da Instrução CVM n° 539/2013), não se vale de valores unitários mínimos de investimento como presunção de qualificação do investidor. Mas, de qualquer maneira, não há como negar que a restrição do público destinatário da oferta tem esse efeito nocivo já acima referido.

**Nesse sentido, a limitação do público destinatário da oferta acabaria, portanto, prejudicando o financiamento do setor hoteleiro precisamente onde a disponibilidade de recursos para novos empreendimentos é mais escassa. Inviabilizar-se-ia, assim, um mecanismo de financiamento setorial já amplamente testado.**

*A limitação ao público investidor não se justifica como uma medida de proteção*

Além de estimular a concentração de empreendimentos (e de oportunidades de investimento) em regiões com maior circulação de riqueza, **essa restrição tampouco se justifica como uma medida para proteger os investidores dos riscos do CIC hoteleiro.**

Novamente, **não se pode ignorar que, por meio desse valor mobiliário, se adquire também um imóvel**, assim como não se pode ignorar que os investidores, enquanto condôminos do empreendimento, têm exposição a um bem imobiliário, que, ao contrário do que ocorre com outros produtos financeiros, não corre o risco de simplesmente “desaparecer no ar”. Além disso, esses investidores dispõem de controle sobre os rumos do bem comum, podendo substituir a operadora hoteleira e mesmo alterar a destinação do condomínio. A natureza imobiliária desse investimento e suas implicações sobre a regulamentação em discussão serão eventualmente retomadas ao longo desta correspondência, quando da discussão de outros aspectos da Minuta.

Apresentadas essas considerações mais genéricas, as subseções a seguir tratarão dos riscos específicos apontados pela CVM como justificativa para limitar o público destinatário de ofertas públicas de distribuição de CIC hoteleiro. De um modo geral, as considerações do FOHB a esse respeito estão relacionadas ao fato de que nem todos esses riscos são comparáveis ao que se verifica em valores mobiliários tradicionais.

#### *Risco de aportes adicionais*

O risco de investidores serem chamados a aportar recursos adicionais ao empreendimento, com a finalidade de cobrir despesas supervenientes do condomínio, é mais teórico do que real.





De fato, é **bastante comum que os empreendimentos contem com reservas para períodos de menor ocupação ou para gastos excepcionais**. A atividade hoteleira é, na imensa maioria dos casos, uma atividade sazonal, de modo que a programação de custos e despesas pelas operadoras é uma prática necessária na condução dos negócios. Em um cenário como esse, o risco de um aporte dos investidores para manter o empreendimento em funcionamento é bastante remoto.

Ainda que um empreendimento reiteradamente apresente um desempenho ruim, o risco de aportes vultosos pelo investidor continua sendo bastante relativo – especialmente quando comparado às perdas que podem decorrer do investimento em produtos tipicamente financeiros. Diferentemente do que ocorre em muitos desses produtos, em que o investidor opera verdadeiramente alavancado, sem segurança quanto a um limite de perda nem previsibilidade dos múltiplos resultados possíveis, **os riscos envolvidos em um CIC hoteleiro são típicos do setor imobiliário e, portanto, mais assimiláveis pelo investidor – que, em última análise, vale reiterar, é adquirente de um ativo imobiliário**.

Daí porque a eventual perda de um investidor no contexto de um CIC hoteleiro não envolve grandes surpresas ou valores elevados. **Como condôminos, os investidores terão sempre as proteções e mecanismos da Lei nº 4.591/1964 à sua disposição**, com a possibilidade de alterar a destinação do condomínio ou de fazer cessar as causas de desembolsos adicionais.

Em suma, ante um empreendimento deficitário, os condôminos têm condições de compreender o que está ocorrendo com antecedência e de tomar providências mais efetivas que as disponíveis em caso de produtos tipicamente financeiros. E, mesmo nessa hipótese, **o investidor ainda terá um bem tangível em mãos – a sua unidade imobiliária**.



*Alavancagem do investidor que adquire CIC hoteleiro*

Outra preocupação trazida pela CVM está ligada ao fato de que o investidor muitas vezes contrata financiamento bancário para adquirir uma unidade imobiliária em um empreendimento hoteleiro e de que, portanto, a aquisição do CIC hoteleiro teria um certo componente de “alavancagem”.

Com a devida vênia, entendemos que tal diagnóstico está equivocado – o investidor que adquire uma unidade autônoma com recursos obtidos por meio de financiamento bancário não está operando alavancado, na acepção tradicional do termo, que se refere à possibilidade de obtenção de ganhos ou de perdas relevantes a partir de um pequeno investimento inicial.

**O investidor de um CIC hoteleiro está, no máximo, exposto aos riscos típicos de um contrato – bastante típico – de financiamento bancário.** A bem da verdade, **tais riscos são muito restritos na prática**, seja porque, em geral, o próprio imóvel adquirido é dado em garantia do financiamento bancário e os resultados do empreendimento hoteleiro, fazendo as vezes de um aluguel, auxiliam o investidor no pagamento das parcelas do financiamento, seja porque **o financiamento imobiliário só costuma ser concedido a quem, independentemente do retorno do empreendimento, tenha capacidade financeira para adimpli-lo** – o banco certamente não conta com os retornos futuros do empreendimento na sua análise da capacidade de pagamento do investidor-financiado. É equivocada, assim, a presunção de uma alavancagem.

Também aqui é preciso ressaltar que **nem todo investidor de CIC hoteleiro contratará um financiamento bancário** para adquirir uma unidade imobiliária desse tipo. Ao contrário: como se trata de imóveis em geral menores e mais baratos, **o mais comum é**



**que a unidade hoteleira seja o primeiro imóvel comprado pelo investidor, com recursos próprios.**

*Estágio pré-operacional do empreendimento*

Apesar de a aquisição de um CIC hoteleiro implicar maiores riscos ao investidor pelo estágio pré-operacional do empreendimento, não é possível esquecer que se trata, para todos os efeitos, e como se vem reiterando ao longo desta correspondência, de um imóvel.

As implicações disso são, como o FOHB vem procurando destacar em todas as suas interações com a CVM, bastante distintas daquelas que se verificam, por exemplo, na aquisição de ações de uma companhia pré-operacional ou de valores mobiliários tradicionais que representem direitos em vez de bens imobiliários. **O investidor possui um bem imobiliário em seu nome, com as proteções típicas da legislação sobre incorporação e condomínios edilícios** e com os controles mais diretos sobre os rumos do empreendimento que lhe são atribuídos no contexto dessa legislação.

Daí porque **o FOHB acredita que essa questão deveria ser enfrentada por meio de outros mecanismos que não a restrição do público destinatário da oferta.** A prestação de informações adequadas, por meio, por exemplo, de um estudo de viabilidade econômica do empreendimento bem elaborado, que já será exigido pela CVM (art. 7º, inciso II, da Minuta), parece suficiente para proteger o investidor, na medida em que lhe dará condições de avaliar a oferta e de optar, ou não, pelo investimento.

Novamente, é preciso que a CVM tenha em mente que, diferentemente do ocorre em relação a valores mobiliários tradicionais e das opções adotadas pela Instrução CVM nº 400/2003, o estágio pré-operacional é, aqui, contraposto não apenas pela prestação



de informações sobre a viabilidade econômica do empreendimento, mas também pela sua natureza imobiliária.

### *Mercado secundário ilíquido*

Entendemos que tal pressuposto é equivocado. É verdade que o CIC hoteleiro possui liquidez comparativamente menor à de outros valores mobiliários. No entanto, **é óbvio, para o investidor, que se trata de um investimento imobiliário e que ativos dessa natureza não têm a mesma liquidez que produtos financeiros negociados em mercados organizados.** E isso não por problemas inerentes ao produto, mas simplesmente porque o mercado de imóveis não é idêntico ao mercado de instrumentos financeiros e porque as pessoas não vão àquele mercado com as mesmas expectativas com que vão a este!

Dessa forma, também a **questão da liquidez** não deveria ser um impeditivo para a oferta desse produto a investidores de varejo. **Ela é, em realidade, um corolário direto da preferência do investidor por segurança, por um bem tangível e por um mercado secundário muito menos volátil e cujo funcionamento é mais facilmente assimilado pelo investidor<sup>1</sup>.**

### *Suitability*

---

<sup>1</sup> Além disso, e apenas para demonstrar que os pressupostos adotados pela autarquia merecem, de fato, um maior questionamento, gostaríamos de destacar que, nos empreendimentos mistos (que contam com unidades vinculadas ao *pool* e com outras desvinculadas), aquelas que integram o *pool* apresentam maior valor de mercado. Tal fato, que merece uma adequada interpretação, demonstra que não se pode, genericamente, assumir aquela menor liquidez teórica como um ponto de partida inquestionável.



No entendimento da SDM, a limitação ao público destinatário da oferta se justificaria em razão dos riscos expostos acima e porque a Minuta de Instrução dispensa a contratação de instituição intermediária integrante do sistema de distribuição, que poderia conduzir um processo de *suitability* e, assim, mitigá-los.

No entendimento do FOHB, a inexistência de uma instituição intermediária integrante do sistema de distribuição e, conseqüentemente, de um processo de *suitability* nos termos previstos na regulação da CVM, não cria riscos adicionais e não justifica as limitações propostas. De fato, é forçoso reconhecer que o processo de *suitability* não seria uma solução para mitigar os riscos associados ao investimento em CIC hoteleiros, não apenas porque tais riscos são muito mais teóricos do que reais, mas principalmente em razão da natureza imobiliária do imóvel.

Se, no entendimento da CVM, pode fazer sentido a previsão de obrigações de *suitability* para as instituições intermediárias de ofertas públicas tradicionais (que têm por objeto produtos com riscos bastante diversos), **essa exigência perde o sentido para as ofertas públicas de CIC hoteleiro**, quando se considera, principalmente, que: **(i) o objeto dessa oferta são produtos imobiliários, que não apresentam diferenças significativas de risco, tais como produtos financeiros** (uma ação *versus* um derivativo, por exemplo); e **(ii) o profissional sobre quem recairia o dever de *suitability* seria o corretor de imóveis (qualquer outra solução resultaria, de fato, na inviabilidade da realização de ofertas), que nem mesmo é regulado e fiscalizado especificamente pela CVM.**

Por fim, para justificar a falta de *suitability* como motivadora de tão relevantes restrições, é importante ainda pensar se este é um metro realmente adequado para os fins a que se destina. O quão as obrigações de *suitability* não tem se tornado, no Brasil, mera formalidade? Elas são realmente efetivas para a proteção dos clientes? Também essas perguntas devem ser feitas para que a regulação em gestação nasça aderente à realidade do



mercado, sem o que as discussões tendem a se perder em categorias e arquétipos regulatórios que dificilmente se traduzirão nos fins almejados pela CVM.

### *Sugestão de exclusão*

Tendo em vista o exposto acima, o FOHB sugere excluir o **art. 5º da Minuta** e todas as outras referências à limitação do público destinatário (como as que constam do art. 17, inciso V e parágrafo único, e de declarações anexas à Minuta).

### **III. Art. 6º da Minuta: exigência de registro da oferta pública de distribuição de CIC hoteleiro**

#### *A Minuta*

A Minuta pretende exigir que a oferta pública de distribuição de CIC hoteleiro seja registrada na CVM, por meio de pedido submetido à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“SRE”) e instruído com determinados documentos, a exemplo do prospecto da oferta e do estudo de viabilidade econômica do empreendimento (arts. 6º e 7º da Minuta).

De acordo com o Edital, essa medida se justificaria:

- (i) porque hoje, sob o regime da Deliberação CVM nº 734/2015, a SRE já precisa realizar uma análise dos documentos da oferta para conceder as dispensas cabíveis. As únicas diferenças relevantes entre o regime atual de dispensa e a exigência de registro (proposta pela Minuta) seriam a previsão de um prazo



para que a SRE se manifestasse e o pagamento de taxa de fiscalização (hoje inexistente) pelo registro; e

- (ii) por questões de “coerência regulatória e isonomia”.

*Improcedência dos argumentos utilizados pela CVM para justificar a opção pelo regime registrário*

A CVM entende que o registro se impõe por questões de “coerência regulatória e isonomia”. Embora não seja possível entender o que a autarquia pretende dizer com isso, já que o Edital não traz maiores subsídios nem explicações para justificar esta opção regulatória no que é, sem dúvidas, um dos pontos mais importantes da norma em discussão, o FOHB entende que **a comparação com outros valores mobiliários apenas reforça a necessidade de tratar os CIC hoteleiros de forma diferente.**

O objeto de uma oferta pública tradicional de produtos financeiros é **materialmente diferente** do objeto da oferta pública de CIC hoteleiro, o que justifica, na verdade, um tratamento regulatório diferenciado, levando em conta as especificidades de cada caso.

**A CVM reconhece e sempre reconheceu as especificidades do CIC hoteleiro, motivo pelo qual a Minuta contém uma série de medidas que vão de encontro à regulamentação da oferta pública de distribuição de valores tradicionais<sup>2</sup>.** Ao tratar de forma idêntica produtos materialmente distintos, a CVM não age de forma isonômica nem coerente. Ao contrário: **um tratamento verdadeiramente isonômico requer que a**

---

<sup>2</sup> A CVM reconhece essas diferenças quando, por exemplo, dispensa a contratação de instituição intermediária e o registro de emissor.



**especificidade de cada valor mobiliário se reflita em normas pensadas e criadas para as características daquele produto em particular.**

Ademais, é importante ressaltar que o regime proposto para as ofertas públicas de CIC hoteleiro é, em certa medida, mais rigoroso que o regime geral (em vigor) das ofertas públicas.

Isso porque os valores mobiliários tradicionais, cuja oferta pública é regulada pela Instrução CVM nº 400/2003, podem também ser distribuídos com esforços restritos, conforme a Instrução CVM nº 476/2009. Na prática, a maioria das distribuições públicas de valores mobiliários tem sido realizada com base na Instrução CVM nº 476/2009. Assim, se editada uma instrução nos termos propostos no Edital, as ofertas públicas de CIC hoteleiro passariam a ser realizadas em um regime com um nível de exigências e restrições muito superior ao que está disponível para outros tipos de valores mobiliários.

A CVM afirma, como uma segunda justificativa para o registro, que o regime que dele resulta praticamente não difere do que se verifica hoje, sob a Deliberação CVM nº 734/2015.

Com a devida vênia, **há um equívoco de premissa nesse argumento: o que está em discussão, nesta Audiência Pública, é justamente a adequação do regime atual, que surgiu a partir de adaptações de caráter necessariamente provisório e no contexto de uma regulamentação que fora pensada e criada para outros valores mobiliários. Não há como nem por que legitimar o registro a partir do *status quo*: é justamente ele que está (ou deveria estar) em discussão e em revisão nesta Audiência Pública.**

*A dispensa de registro como solução regulatória*





No entendimento do FOHB, a melhor solução regulatória, tendo em vista o cenário atual de desenvolvimento do mercado e os avanços que foram sendo alcançados até a presente Audiência Pública, é a previsão de um regime de **dispensa automática de registro**. Em outras palavras, o caminho mais natural seria a CVM **evoluir e consolidar** o que já vinha sinalizando ao mercado, com um regime de efetiva dispensa de registro, **ao invés de regredir** para um regime de pedido de registro, que impõe mais ônus aos participantes.

**A opção pelo pedido de registro de oferta é incoerente não só com o caminho que já se vinha progressivamente seguindo, mas também com algumas opções regulatórias adotadas na própria Minuta.** A CVM optou, por exemplo, por prever um regime de análise *a posteriori* do material publicitário, no anseio de conferir maior flexibilidade às ofertas públicas de CIC hoteleiro – o que parece uma solução perfeitamente acertada. No entanto, um pedido de registro desacompanhado do material publicitário acaba por limitar a aprovação da CVM a documentos que o mercado tem, cada vez mais, conseguido padronizar (prospecto, estudo de viabilidade econômica etc.), reduzindo a necessidade e efetividade dessa análise prévia por parte da CVM.

Daí porque, **se a CVM se sentiu confortável com a fiscalização *a posteriori* do material publicitário, com muito mais razão deveria se sentir confortável com um regime de dispensa efetiva de registro que não envolva a análise prévia daqueles documentos, cada vez mais padronizados, preparados por profissionais qualificados e assimilados pelo mercado.**

Nesse sentido, o **FOHB discorda das justificativas apresentadas pela CVM para fundamentar a exigência de registro de oferta e entende que o regime mais adequado para regular a distribuição de CIC hoteleiros é o da dispensa automática de registro da oferta**, sem prejuízo da competência da CVM de fiscalizá-la *a posteriori*.



*Sugestões de ajuste*

Tendo em vista o acima exposto, o FOHB sugere a exclusão dos dispositivos da Minuta que tratam do pedido de registro da oferta (a exemplo dos arts. 6º ao 12 e do art. 23, §1º), bem como daqueles que partem de seu pressuposto (como os arts. 29 e 30, que tratam da dispensa de registro da oferta) e a realização das alterações cabíveis nos demais dispositivos e nos anexos à Minuta que igualmente referem o registro da oferta (a exemplo do art. 13, 14, 24 e dos Anexos VIII e IX.).

Para o art. 6º da Minuta, o FOHB sugere a seguinte redação:

*Art. 6º As ofertas públicas de distribuição de CIC hoteleiro estão automaticamente dispensadas do registro de distribuição de que trata o caput do art. 19 da Lei nº 6.385, de 1976.*

*Parágrafo único. A atuação conjunta dos Ofertantes não importa corresponsabilidade pelas obrigações que cada um tenha assumido como parte no CIC hoteleiro.*

**IV. Art. 16 da Minuta: responsabilidade da sociedade incorporadora por fiscalizar corretores de imóveis**

O art. 16 da Minuta estabelece a obrigação da sociedade incorporadora fiscalizar os corretores de imóveis, de forma a assegurar o cumprimento do disposto na Minuta.

**Acreditamos que a solução adotada pela CVM é acertada, na medida em que a sociedade incorporadora, por ser quem efetivamente contrata os corretores de imóveis e quem, no fim das contas, promove a venda do empreendimento, possui as ferramentas e instrumentos necessários para essa fiscalização.**

#### **V. Art. 18 da Minuta: prazo para encerramento da oferta pública de distribuição**

A Minuta estabelece o prazo de 36 (trinta e seis meses) para a realização da oferta, contado da data de divulgação do Anúncio de Início de Distribuição, admitindo-se uma única prorrogação.

Caso a CVM não reveja a opção pelo registro das ofertas, o **FOHB gostaria de propor que a CVM permitisse a realização da oferta por prazo indeterminado**, passando a prever que o seu encerramento se desse apenas com a publicação de Anúncio de Encerramento de Distribuição pelos ofertantes. Essa sugestão se baseia em alguns argumentos:

- (i) a experiência tem demonstrando que, em uma oferta pública de distribuição de CIC hoteleiro, é comum que se venda um número considerável de unidades no início do empreendimento e que o restante de unidades seja vendido apenas quando o empreendimento estiver em sua fase operacional;
- (ii) o estabelecimento de um prazo fixo não significará, necessariamente, um maior controle da dinâmica da oferta pela CVM. O prazo proposto na Minuta já é o maior prazo de oferta previsto na regulamentação da autarquia e dificilmente a área técnica terá meios suficientes para fiscalizar uma oferta durante todo esse período; e



- (iii) é improvável que a oferta realmente se prolongue por um prazo indeterminado, uma vez que existem relevantes estímulos para o ofertante encerrá-la o quanto antes. Basta citar, por exemplo, a necessidade de atualização dos documentos da oferta a cada 6 (seis meses) (art. 17, IV, da Minuta) e os próprios riscos a que o ofertante está sujeito enquanto a oferta permanece em curso (como de suspensão ou cancelamento da oferta).

Embora reconheça que o prazo previsto na Minuta é bastante amplo, trata-se de uma sugestão que pretende apenas conferir maior flexibilidade aos ofertantes.

*Sugestão de redação*

*Art. 18. A oferta pública de CIC hoteleiro encerra-se com a publicação, pelos ofertantes, do Anúncio de Encerramento da Distribuição.*

*Parágrafo único. Os ofertantes devem comunicar à SRE e divulgar em sua página na rede mundial de computadores o Anúncio de Encerramento da Distribuição, no prazo de cinco dias úteis.*

## **VI. Art. 29 da Minuta: alguns casos de dispensa automática de registro da oferta pública de distribuição de CIC hoteleiro**

*A Minuta*

Ciente das especificidades do mercado hoteleiro, a CVM estabeleceu três hipóteses específicas de dispensa automática de registro de oferta (arts. 29 e 30 da Minuta), para os casos de (i) “estoques” ou “sobras” de unidades autônomas, (ii) devolução de unidades e (iii) revenda de unidades autônomas em mercado secundário.



Antes de entrar na análise específica de cada uma dessas dispensas, o FOHB gostaria de trazer algumas considerações mais gerais sobre esses aspectos.

### *Considerações gerais*

O art. 29 da Minuta, que trata das dispensas referidas nos itens (i) e (ii) acima prevê, em seu § 5º, a obrigatoriedade de tais ofertas observarem uma série de regras (previstas nos arts. 5º, 16 a 20 e 24 a 28 da Minuta).

Como já referido de forma genérica acima, nos comentários ao art. 2º da Minuta, as preocupações do FOHB estão mais especificamente relacionadas à necessidade de observar o art. 17 da Minuta nessas ofertas dispensadas de registro. O art. 17 cria a obrigação, para os “ofertantes, ou aqueles que assumirem a sua posição contratual perante os investidores”, de disponibilizar aos investidores uma série de informações (tais como o prospecto da oferta e o estudo de viabilidade econômica), bem como de atualizar, semestralmente, esses documentos.

A primeira dúvida do FOHB diz respeito a **quem efetivamente esse dispositivo se dirige** – isto é, quem é o responsável pelo cumprimento dessas obrigações, no caso dessas ofertas dispensadas de registro? Essa dúvida se justifica porque esse dispositivo não emprega o termo definido “Ofertantes”, mas uma expressão mais genérica. Convém destacar, nesse contexto, os §§ 1º e 2º do art. 19, que tratam das informações que devem ser divulgadas ao longo da oferta e que, diferentemente do *caput* do art. 17, remetem aos “Ofertantes” (conforme definido no inciso II do art. 2º da Minuta) propriamente ditos. Como, então, compatibilizar esses dispositivos e essas referências?



**A segunda dúvida diz respeito ao momento em que as unidades referidas nos incisos I e II do art. 29 podem ser ofertadas.** O texto do art. 29 permite **interpretações dúbias**, e pode ser lido como se as unidades objeto de distrato, rescisão ou direito de retratação, bem como aquelas detidas por terrenistas e outros fornecedores da incorporação imobiliária, somente poderiam ser ofertadas **após** o encerramento da oferta pública original, a registrada. Essa interpretação, a toda evidência, não faria sentido – afinal de contas, por que esperar o encerramento da oferta (que pode tardar até seis anos e meio após a concessão do respectivo registro) para recolocar à venda unidades que podiam ter sido oferecidas ainda no curso dela?

A fim de evitar dúvidas como essas – e, a rigor, todas as outras inúmeras questões que decorrem de uma solução artificial que, pretendendo compatibilizar ofertas públicas primárias e secundárias, cria um regime de dispensa automática de registro mas impõe obrigações informacionais típicas de uma oferta pública registrada e sem um destinatário claro ou que possa realmente cumpri-las –, o FOHB sugere que a CVM reconheça que:

- (i) **as unidades imobiliárias autônomas objeto de distrato, rescisão ou direito de retratação podem, simplesmente, ser beneficiadas (isto é, ofertadas novamente, ainda que por outros meios) no âmbito da oferta original ainda em curso.** Isso eliminaria a necessidade de prever uma hipótese específica de dispensa de registro e é coerente com o que já ocorre em ofertas públicas de valores mobiliários tradicionais. Basta tomar como exemplo a hipótese do direito de retratação: se concedido em razão de uma oferta suspensa e retomada em seguida, os valores mobiliários eventualmente “devolvidos” não precisam se submeter a um novo registro nem contar com uma hipótese específica de dispensa, senão que podem ser reofertados desde já (desde que, em qualquer caso, a oferta ainda esteja em curso e dentro do prazo permitido pela regulamentação). Convém lembrar, a propósito, que, por



definição, a concessão do Direito de Retratação só ocorrerá em casos que pressupõem a continuidade da oferta registrada (suspensão e modificação da oferta), conforme arts. 26 e 27, inciso II, da Minuta; e

- (ii) **terrenistas e outros fornecedores do empreendimento também podem simplesmente ofertar as unidades imobiliárias que tenham recebido em permuta no curso de uma oferta registrada, sem que com isso tenham de requerer uma dispensa de registro ou de cumprir obrigações adicionais às que já são atribuídas aos Ofertantes propriamente ditos.**

A adoção das medidas sugeridas acima, bastante mais simples, permitiria eliminar, de uma só vez, diversas inconsistências que a solução da Minuta implica.

Paralelamente aos reconhecimentos acima, a CVM poderia prever uma única hipótese de dispensa no art. 29, qual seja, **aquela prevista no inciso I do art. 29 da Minuta, voltada apenas às unidades que não puderam ser vendidas no âmbito da oferta registrada**, sejam estas de titularidade da sociedade incorporadora ou de outro participante da incorporação imobiliária (do terreno, do construtor ou do fornecedor de materiais utilizados na construção).

A dispensa prevista no inciso II do art. 29 perde a sua utilidade diante dos comentários acima, na medida em que (i) as unidades devolvidas enquanto a oferta estiver em curso poderão ser automaticamente revendidas pela sociedade incorporadora no âmbito desta oferta; e (ii) quaisquer unidades ainda em mãos da sociedade incorporadora após a oferta poderão ser ofertadas por meio da dispensa do art. 29, inciso I, da Minuta (que, na sugestão do FOHB, será mantido).

### *Sugestões de redação*



Tendo em vista o exposto acima, caso a CVM não reveja a opção pelo registro das ofertas, mantendo a regra de dispensa automática da Deliberação CVM nº 734/2015, o FOHB sugere a seguinte redação para o art. 29 da Minuta:

*Art. 29. Encontra-se automaticamente dispensada de registro, sem a necessidade do pedido de que trata o art. 6º, a oferta pública de distribuição de CIC hoteleiro que compreenda até 10% das unidades autônomas de empreendimento hoteleiro que já tenha sido objeto de distribuição pública registrada ou dispensada de registro pela CVM.*

*§ 1º Os Ofertantes não podem se valer da dispensa automática de que trata o **caput** antes de decorrido 1 (um) ano do encerramento da distribuição pública registrada ou dispensada de registro pela CVM.*

*§ 2º Os Anúncios de Início e de Encerramento de Distribuição devem ser comunicados à SRE e divulgados na página dos **ofertantes** na rede mundial de computadores.*

*§ 3º Os **ofertantes** devem obter dos aceitantes da oferta, por escrito, a declaração prevista no Anexo 29.*

*§ 4º Qualquer material publicitário utilizado pelos **ofertantes** deve atender às disposições da Seção V do Capítulo II desta Instrução, além de conter o seguinte aviso em destaque:*

*“A presente oferta de contrato de investimento coletivo hoteleiro foi dispensada de registro pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM.*

*A CVM não analisa previamente tais ofertas.*





*A CVM não garante a veracidade das informações prestadas pelos ofertantes nem julga a sua qualidade ou a dos contratos de investimento coletivo hoteleiro ofertados.*

*Antes de aceitar uma oferta leia com atenção o prospecto, em especial a seção Fatores de Risco, e o estudo de viabilidade econômica do empreendimento hoteleiro”.*

*§ 5º Observado o disposto neste artigo, aplica-se à oferta realizada nos termos do caput o disposto nos arts. 5º, 16 a 20 e 24 a 28, **caso em que as obrigações ali contidas serão de responsabilidade dos ofertantes.***

## **VII. Art. 30 da Minuta: revenda em mercado secundário com dispensa automática de registro da oferta pública de distribuição de CIC hoteleiro**

### *A Minuta*

A Minuta dispensa automaticamente o registro da oferta pública de distribuição de CIC hoteleiro que corresponda à revenda de, no máximo, 5 (cinco) unidades autônomas (art. 30), a fim de permitir que o investidor se desfaça do seu investimento.

Segundo as previsões do art. 30 da Minuta, essa dispensa não pode ser utilizada (i) pelo mesmo ofertante em relação ao mesmo CIC hoteleiro dentro do prazo de 12 meses, contado da data de encerramento da oferta; e (ii) pela sociedade incorporadora antes de decorrido um ano do encerramento da distribuição pública registrada ou dispensada de registro (§§1º e 2º do art. 30 da Minuta).

*Prazo de 12 (doze meses) para os ofertantes (art. 30, §1º)*



O §1º do art. 30 proíbe que o “ofertante” reutilize a dispensa automática de que trata o *caput* em relação ao mesmo CIC hoteleiro dentro do prazo de 12 (doze) meses, “contado da data de encerramento da oferta”. O Edital, sem maiores explicações, apenas menciona que essa proibição se destinou a “evitar a ocorrência de arbitragem regulatória”.

**O FOHB teve dificuldades de compreender o conteúdo desse dispositivo. Mais ainda, o FOHB tem dificuldades de vislumbrar a “arbitragem regulatória” a que a CVM faz referência para justificar sua introdução.**

Desconsiderando a confusão na redação do dispositivo e assumindo que a CVM, por alguma razão até agora desconhecida, pretendeu proibir que um mesmo ofertante vendesse mais de 5 (cinco) unidades de condohotel no período de 1 (um) ano, o FOHB gostaria de alertar a CVM para a dificuldade de fiscalizar essa norma. **Nem a sociedade incorporadora nem a operadora hoteleira nem a CVM têm meios e recursos suficientes para fiscalizar todos os investidores e a revenda de unidades autônomas.**

#### **VIII. Art. 34 da Minuta: dispensa de elaboração de demonstrações financeiras**

##### *A Minuta*

De acordo com o art. 34 da Minuta, a partir do terceiro ano após o funcionamento do empreendimento hoteleiro, os condôminos, reunidos em assembleia, podem dispensar a sociedade operadora da elaboração e divulgação de demonstrações financeiras anuais e trimestrais do empreendimento hoteleiro. O §1º deste mesmo artigo prevê o quórum de deliberação para esta assembleia (maioria de votos dos condôminos presentes que, cumulativamente, representem 20% do total das frações ideais) e o §2º proíbe, à sociedade operadora do empreendimento hoteleiro, votar nessa deliberação.



### *Redução do prazo*

Com relação à possibilidade de dispensar a elaboração e divulgação de demonstrações financeiras, **o FOHB gostaria de solicitar que a CVM reduzisse, para dois anos, o prazo** a partir do qual os condôminos podem dispensar a elaboração e divulgação de demonstrações financeiras anuais e trimestrais.

Essa solicitação se justifica porque (i) esse prazo é suficiente para os investidores concluírem se tais informações são úteis – eles terão acesso a **informações financeiras correspondentes a dois ciclos completos do empreendimento hoteleiro**; e (ii) a elaboração dessas informações **envolve custos financeiros e operacionais bastante elevados**, os quais podem ser de interesse dos condôminos evitar. É natural que os condôminos, até para maximizar os resultados do empreendimento, possam e queiram autorizar a dispensa. E é muito provável que essa seja a sua intenção na maior parte dos casos.

### *Sugestão de redação*

Assim, o FOHB sugere a seguinte redação para o art. 34 da Minuta:

*Art. 34. **Dois anos após o início do funcionamento do empreendimento hoteleiro**, os condôminos, reunidos em assembleia, podem dispensar a sociedade operadora do cumprimento de uma ou de ambas as obrigações previstas no art. 33.*

*§ 1º A convenção de condomínio deve prever que a deliberação referida no caput deve ser aprovada, em primeira ou segunda convocação, por quórum especial que atenda, cumulativamente, as seguintes condições:*



*I – aprovação pela maioria de votos dos condôminos presentes, computados os votos na forma prevista no parágrafo único do art. 1352 do Código Civil; e*

*II – aprovação pelas frações ideais que representem, no mínimo, um quinto do total.*

*§ 2º A convenção de condomínio deve prever ainda que a deliberação referida no caput deve constar expressamente da convocação da respectiva assembleia e que nela não pode votar a sociedade operadora do empreendimento hoteleiro.*

## **IX. Conclusão**

Conforme explanado ao longo desta manifestação, o FOHB espera que a proposta de instrução submetida à Audiência Pública seja profundamente reformulada, de forma a lidar adequadamente com as particularidades do produto regulado, que, repise-se, é essencialmente distinto dos valores mobiliários tipicamente regulados pela CVM.

Na visão do FOHB, a melhor opção seria aperfeiçoar o regime da Deliberação CVM nº 734/2015, mantendo um regime de dispensa de registro, mas incorporando na regra a experiência acumulada pela Autarquia ao longo dos últimos anos.

O FOHB espera ter conseguido demonstrar, não só nesta manifestação como nas demais interações que teve com a CVM neste processo de regulação do CIC hoteleiro, que **muitos dos riscos apontados pela CVM não estão relacionados à natureza do CIC hoteleiro, mas a casos de oferta abusivas**. Nesse sentido, é preciso buscar instrumentos adequados para enfrentar os abusos sem, contudo, impor restrições significativas às ofertas públicas de distribuição de CIC hoteleiro.



FÓRUM  
DE OPERADORES  
HOTELEIROS  
DO BRASIL

Caso a CVM venha ao final desse processo instituir, de fato, um regime de registro para as ofertas públicas de CIC hoteleiro, o FOHB espera que a Instrução definitiva apresente um regime mais claro e sistemático para tais ofertas, que considere as particularidades do produto e do mercado e defina com maior clareza, por exemplo, o papel dos agentes e as regras aplicáveis às ofertas primárias e secundárias.

O FOHB reconhece os desafios e dificuldades que envolvem a regulação desse mercado, em especial em razão das especificidades que o diferenciam dos valores mobiliários mais tradicionais com os quais o regulador está acostumado a lidar, e renova sua disposição de colaborar com a CVM na construção de uma regulação justa e eficiente para o setor

Sendo o que nos cabia para o momento, subscrevemos.

Atenciosamente,

---

**FÓRUM DOS OPERADORES HOTELEIROS DO BRASIL**