



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE ANÁLISE

Audiência Pública SDM nº 08/16 – Processo CVM nº RJ/2015-2080

Objeto: Minuta de Instrução que dispõe sobre a oferta pública de distribuição de contratos de investimento coletivo – CIC hoteleiro.

Introdução

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM, para apresentar ao Colegiado as sugestões enviadas na Audiência Pública nº 08/16, que recebeu comentários do público entre os dias 10 de novembro de 2016 e 08 de fevereiro de 2017.

A audiência teve como objeto a minuta de instrução (“Minuta”) que propôs regulamentar as ofertas públicas de distribuição de CIC hoteleiro que compreendam a alienação de frações ideais associadas a unidades autônomas de condomínios edilícios. A norma constitui o novo marco regulatório dessas ofertas, substituindo as regras atualmente em vigor, que se encontram previstas na Instrução CVM nº 400, de 2003, e na Deliberação CVM nº 734, de 17 de março de 2015.

Como as manifestações recebidas na audiência pública estão disponíveis na íntegra na página da CVM na rede mundial de computadores¹, todos os comentários e sugestões tempestivamente apresentadas são citados neste relatório de forma resumida. Sugestões relativas a alterações ortográficas e a ajustes meramente redacionais não estão citadas, mas foram levadas em conta na elaboração da proposta definitiva de instrução.

As referências à numeração de artigos e seus incisos que são apresentadas nos cabeçalhos das seções que compõem o presente relatório e no resumo das sugestões recebidas correspondem à numeração encontrada na Minuta submetida à audiência pública. Os casos em que ocorreu remuneração entre a Minuta e a versão final da norma são mencionados nas caixas de discussão das respectivas seções.

Para melhor descrever e comentar as sugestões recebidas, o relatório está organizado da seguinte forma:

¹ Vide http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2016/sdm0816.html



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Conteúdo do Relatório

1. Participantes da audiência pública.....	5
2. Comentários gerais.....	5
3. Âmbito e finalidade (art. 1º).....	7
4. Definições (art. 2º)	8
4.1. Ofertantes (art. 2º, II, e art. 6º).....	8
4.2. CIC hoteleiro (art. 2º, I)	11
4.3. Direito de Retratação (art. 2º, IV)	11
5. Não aplicação do regime da nova instrução à CIC que envolva venda de partes ideais (art. 3º)	12
6. Distribuição Pública	12
6.1. Público destinatário da oferta pública (art. 5º e Anexo 5)	12
6.1.1. Investidores qualificados, nos termos da regulação específica da CVM (art. 5º, I e Anexo 5)	12
6.1.2. Pessoas naturais ou jurídicas com patrimônio acima de 1 milhão de reais (art. 5º, II)	16
6.1.3. Detentores de CIC hoteleiro cuja operação tenha iniciado há pelo menos 1 ano (art. 5º, III)	18
6.1.4. Outras pessoas (art. 5º e Anexo 5).....	19
6.1.5. Oferta de CIC hoteleiro com garantia em período definido (art. 5º).....	19
6.2. Pedido de registro da oferta (arts. 6º, 7º e Anexo 7)	20
6.2.1. Obrigatoriedade do registro da oferta e pagamento da Taxa de Fiscalização (arts. 6º e 7º, VII).....	20
6.2.2. Caso de oferta de mais de um tipo de CIC hoteleiro em um mesmo empreendimento	25
6.2.3. Documentação que instrui o pedido de registro (art. 7º e Anexos)	25
6.2.3.1. Prospecto (art. 7º, I e Anexo 7-I).....	25
6.2.3.2. Estudo de viabilidade econômica (art. 7º, II e Anexo 7-II)	26
6.2.3.3. Apresentação de apólice de seguro	28
6.2.3.4. Material publicitário (arts. 7º, VI e 23).....	28
6.2.3.5. Anúncio de início de distribuição (Anexo 7-VIII)	32
6.2.3.6. Anúncio de encerramento de distribuição (Anexo 7-IX).....	32
6.2.3.7. Certidão de ônus reais (art. 7, X).....	33
6.3. Distribuição da oferta (arts. 13 a 18)	34



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

6.3.1.	Divulgação do Anúncio de Início de Distribuição e do Memorial de Incorporação na internet (art. 14, §1º).....	34
6.3.2.	Prazo para divulgação do registro do Memorial de Incorporação (arts. 13 e 14, §2º).....	34
6.3.3.	Dever de fiscalização da atuação dos corretores de imóveis (art. 16)	37
6.3.4.	Obtenção de declaração do investidor (art. 17, III)	41
6.3.5.	Atualização do prospecto e estudo de viabilidade (art. 17, IV)	41
6.3.6.	Dever de verificação dos requisitos de qualificação dos aceitantes da oferta (art. 17, V e parágrafo único).....	43
6.3.7.	Divulgação do anúncio de encerramento (art. 18, parágrafo único).....	44
6.3.8.	Prazo para encerramento da oferta pública (art. 18)	44
6.4.	Conteúdo da oferta e requisição de informações adicionais (art. 19, § 2º)	46
7.	Modificação, Suspensão e Cancelamento da Oferta (arts. 24 a 28)	46
7.1.	Modificação da oferta para melhorá-la em favor dos investidores (art. 24, §3º)	46
7.2.	Modificação do valor da oferta e tratamento equitativo (art. 24, §§ 6º e 7º)	47
7.3.	Possibilidade de desistência de modificação da oferta (art. 24)	47
7.4.	Suspensão da oferta (arts. 25 e 26)	48
7.5.	Divulgação da revogação da oferta (art. 28, parágrafo único)	49
8.	Dispensa automática de registro de distribuição (arts. 29 e 30)	50
8.1.	Possibilidade de vendas de unidades de terceiros (arts. 29 e 30)	50
8.2.	Limite do número de unidades (art. 29, I)	53
8.3.	Interpretação do art. 29.....	54
8.4.	Comunicação de início e encerramento de oferta com dispensa automática (art. 29, §2º).....	55
8.5.	Responsável pelas obrigações estabelecidas no art. 29, § 5º.....	55
8.6.	Dispensa automática para revenda no mercado secundário (art. 30)	56
8.7.	Prazo para nova oferta com dispensa automática em mercado secundário (art. 30, § 1º)	59
9.	Sociedade operadora do empreendimento hoteleiro (arts. 31 a 34)	60
9.1.	Forma societária (art. 31).....	60
9.2.	Prazo para a dispensa da exigência de elaboração de demonstrações financeiras trimestrais e anuais (art. 34)	61
10.	Outros comentários à Minuta	62
10.1.	Regras de transição	62



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

10.2. Forma societária da incorporadora.....	64
10.3. Possibilidade de criação de procedimento para registro provisório de CIC hoteleiro	64
10.4. Oferta pública secundária de distribuição de CIC hoteleiro	65
10.5. Substituição da sociedade operadora (Capítulo IV).....	66
10.6. Aquisição de CIC hoteleiro por parte de fundos de investimento.....	66
11.Proposta definitiva de Instrução	67



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

1. Participantes da audiência pública

Os seguintes participantes manifestaram-se na audiência pública: (i) Azeredo Santos & Cirne Lima – Sociedade de Advogados (“A&C”); (ii) Associação Brasileira de Incorporadoras Imobiliárias e Sindicato das Empresas de Compra, Venda, Locação e Administração de Imóveis Residenciais e Comerciais de São Paulo (“ABRAINC e SECOVI-SP”); (iii) Albino Advogados Associados (“Albino”); (iv) Antonio Ricardo Correa (“Antonio Correa”); (v) Barbosa & Virgilio Advogados (“Barbosa & Virgilio”); (vi) Fórum de Operadores Hoteleiros do Brasil (“FOHB”); (vii) HotelInvest (“HotelInvest”); (viii) Associação Brasileira de Investidores de Condo-Hotel – InnVestidor (“InnVestidor”); (ix) Koury Lopes Advogados (“Koury Lopes”); (x) Lanna Ribeiro & Fragozo Pires Sociedade de Advogados (“LCCF”); (xi) Navarro Advogados (“Navarro”); (xii) Negrão, Ferrari Sociedade de Advogados (“Negrão Ferrari”); (xiii) Ricardo Duarte Travassos (“Ricardo Travassos”); (xiv) Sindicato da Indústria da Construção Civil de Grandes Estruturas no Estado de São Paulo (“SINDUSCON-SP”); (xv) Stocche, Forbes, Padis, Filizzola, Clápis, Passaro, Meyer e Refinetti Advogados (“Stocche Forbes”); (xvi) STX Desenvolvimento Imobiliário S.A. (“STX”); (xvii) Tauil & Chequer Advogados (“Tauil & Chequer”); (xviii) Tozzini Freire Advogados (“Tozzini Freire”); e (xix) Velloza & Giroto Advogados Associados (“Velloza & Giroto”).

2. Comentários gerais

Stocche Forbes enfatiza que a incorporação imobiliária no território nacional, sem exceção, está regida pelo disposto nos arts. 28 e seguintes da Lei nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964, que dispõe sobre o condomínio em edificações e as incorporações imobiliárias (Lei das Incorporações). Desse modo, o seu regime jurídico é aplicável ao desenvolvimento dos empreendimentos hoteleiros previstos para serem afetados ao regime de condomínio em edificações.

O participante preconiza que *“a regulamentação pretendida a respeito do tema deve ser discutida à luz da Lei das Incorporações e demais normas aplicáveis em vigor. Não havendo a compatibilidade entre as respectivas disposições normativas, é plausível o surgimento de questionamentos, inclusive judiciais, capazes de causar desconforto e receio no mercado do ramo”*.

Stocche Forbes ressalta que a Lei nº 4.591, de 1964, contém mecanismos eficientes que fornecem segurança jurídica aos adquirentes e *“define exhaustivamente as obrigações e responsabilidades dos incorporadores”*. O participante recomenda que a nova instrução deva *“ser razoável, equilibrada e*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

evitar a imposição de ônus excessivos e desnecessários aos empreendedores, o que pode gerar um efeito contrário à intenção da CVM e afastar os investimentos nessa modalidade”.

Navarro enfatiza sua posição no sentido de que a CVM não deveria interferir nos modelos de CIC hoteleiro que compreendem a incorporação de edificação composta de unidades autônomas, sendo que tais empreendimentos já estão sujeitos ao Código Civil e à Lei nº 4.591, de 1964.

Pela mesma razão, Negrão Ferrari sugere que a CVM adote um artigo visando esclarecer que outras estruturas imobiliárias e a venda pública de unidades autônomas imobiliárias, ou de frações ideais de imóveis, que não sejam aquelas previstas no artigo 1º da Minuta, não estarão sujeitas às disposições da instrução da CVM. O participante, cita como exemplos, os casos de residencial com serviços, comercial para locação, shopping centers, república de estudantes etc.

O participante entende necessário que a CVM estabeleça isenção de responsabilidade de diretores e administradores de empresas do mercado imobiliário, em especial as incorporadoras e as construtoras, por atos praticados, inclusive antes da edição Deliberação CVM nº 734, de 2015.

Conforme mencionado no edital de audiência pública, o CIC hoteleiro é formado por grupo de contratos coligados e se destina, em regra, a viabilizar o financiamento da construção de edificação que abrigará o empreendimento hoteleiro, mediante a promessa ao investidor de rentabilidade baseada no resultado esperado da operação hoteleira.

Como já foi amplamente noticiado, a CVM entende que o CIC hoteleiro, quando ofertado publicamente, constitui valor mobiliário, nos termos do inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, sujeitando-se à legislação do mercado de valores mobiliários e, por consequência, à regulamentação emanada da CVM.

A CVM também entende que as normas estabelecidas na Minuta não contrariam aquelas previstas no Código Civil, no Código de Defesa do Consumidor e na Lei nº 4.591, de 1965. Ao contrário, a regulamentação da CVM trata de aspectos distintos e específicos das ofertas dos CIC hoteleiros que se integram às disposições daqueles diplomas, tendo em conta que, diferentemente do que se observa ordinariamente nas incorporações, as referidas ofertas constituem propostas de investimento em valores mobiliários.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

A CVM esclarece, por fim, que a norma não afasta a possibilidade de outra modalidade de operação imobiliária vir a ser considerada pela Autarquia como oferta de valores mobiliários, desde que preenchidos os requisitos previstos no art. 2º, IX, da Lei nº 6.385, de 1976. No entanto, tal análise deve ser feita caso a caso, à luz das condições específicas estabelecidas na oferta ao público. Na hipótese do conjunto de contratos sendo ofertado se enquadrar como valor mobiliário, a CVM deve cumprir sua missão legal de regular e supervisionar a oferta.

3. Âmbito e finalidade (art. 1º)

Stocche Forbes chama a atenção que, conforme a redação da Minuta, seria *“admissível uma interpretação no sentido de que CICs dessa natureza que não fossem direcionados aos destinatários do rol do art. 5º poderiam sujeitar-se ao regramento geral da Instrução CVM nº 400, de 2003”*. O participante crê não ser esta a intenção, *“de recusa da possibilidade de oferta”*.

O participante também sugere aprimoramento da redação do artigo, por considerar o texto do inciso I tecnicamente equivocado dado o fato que a *“a incorporação imobiliária é uma etapa prévia à existência jurídica das unidades autônomas em edificações”*. As futuras unidades autônomas somente passarão a existir após a conclusão das obras, a expedição do certificado de conclusão pela autoridade pública competente e a prática demais atos necessários perante o Registro de Imóveis da circunscrição imobiliária competente, reforça o escritório.

Adicionalmente, Stocche Forbes propõe a supressão do inciso III, para maior coerência textual, *“porque seu conteúdo não apresenta uma característica propriamente dita do objeto que se pretende regular, e sim uma exigência a ser observada pelos incorporadores já prevista expressamente nos dispositivos que menciona (§§1º e 2º do art. 34 da Minuta). Sua exclusão não gerará qualquer mitigação da obrigação a ser cumprida. Além disso, nem sempre a convenção de condomínio terá sido produzida no momento do pedido do registro da oferta”*.

Os comentários foram considerados procedentes. Em função da decisão da CVM de eliminar a exigência de qualificação dos investidores (ver item 6.1.1), o art. 1º foi alterado, de modo que não mais persiste a preocupação de Stocche Forbes referente à interpretação do dispositivo com relação às ofertas direcionadas a destinatários diversos daqueles que constavam do art. 5º.

Por outro lado, convém esclarecer que a norma trata, principalmente, mas não apenas, das



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

ofertas de CIC hoteleiro realizadas durante a fase de construção do condomínio edilício. A Minuta também cuida das ofertas realizadas após a entrada em operação do empreendimento hoteleiro, submetendo essas últimas a um regime regulatório diferenciado, baseado na dispensa de registro e de cumprimento de determinados requisitos. A redação do **caput** foi alterada em função disso.

4. Definições (art. 2º)

4.1. Ofertantes (art. 2º, II, e art. 6º)

ABRAINC e SECOVI-SP propõem que, para os fins da instrução, o conjunto de “Ofertantes” inclua somente a incorporadora e a operadora ou administradora hoteleira. A adição da expressão “*qualquer outra pessoa que assuma obrigações perante os investidores*”, conforme o texto da Minuta, pode gerar um conjunto de responsáveis demasiadamente amplo no entendimento dos participantes. Corre-se o risco de interpretações equivocadas, já que diversos prestadores de serviços costumam estar envolvidos na estruturação e implementação de um condo-hotel e estes assumem obrigações de fato perante os investidores, sem que faça sentido que sejam tratados como ofertantes, nas palavras dos participantes.

Como exemplo, os participantes citam que é bastante comum a contratação de uma empresa de gestão hoteleira, conhecida como *asset manager* visando o acompanhamento e fiscalização do desempenho da operadora/administradora hoteleira e a representação dos interesses dos investidores. Na visão do ABRAINC e SECOVI-SP, não há sentido na inclusão do *asset manager* como ofertante, apesar das obrigações que este assume perante os adquirentes do CIC hoteleiro.

InnVestidor encaminhou sugestão no mesmo sentido, por entender necessária uma clara distinção entre as responsabilidades do incorporador imobiliário e do *asset manager*, destacando que as funções e obrigações destes entes perante os investidores são distintas e não complementares às dos ofertantes. De modo que não sejam impostas exigências ao *asset manager* como se este fosse um co-ofertante, a Innvestor encaminhou proposta de redação para o inciso II do art. 2º.

Outros exemplos de empresas que assumem obrigações perante os adquirentes dos CIC hoteleiros, citados por ABRAINC e SECOVI-SP, mas que não devem ser tratados como co-ofertantes, são as empresas para realização da implantação do hotel (montagem, equipagem e decoração) e a vistoria do hotel e das unidades no momento da entrega das chaves.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Na visão de Albino, o termo “Ofertantes” deve ser restrito apenas às “*partes responsáveis por efetivamente ofertar, ou seja, vender ou realizar esforços de venda, as unidades imobiliárias vinculadas ao CICs*”. O escritório encaminhou proposta de aperfeiçoamento do artigo nesse sentido. O participante também alerta que existem operações hoteleiras estruturadas de modo que a efetiva operação dos condótilos é realizada por prestadores de serviços contratados, mas que não devem ser forçados a assumir todas as obrigações que recaem sobre os ofertantes.

Albino entende como sendo necessária a inclusão de definição para “Sociedade Operadora” que deverá abranger apenas a sociedade que opere o empreendimento, tendo encaminhado uma proposta de redação para um novo inciso ao art. 2º.

Antonio Correa entende que o “verdadeiro agente do negócio é a sociedade incorporadora”. Assim, sugere que a regra torne facultativa a inclusão do operador hoteleiro, a critério do incorporador. O proponente observa que se a norma tornar o operador hoteleiro um ofertante pode impedir substituições deste realizadas com vistas à maior eficiência.

ABRAINCC e SECOVI-SP também sugerem que pode haver uma pluralidade de vendedores na oferta, sendo principal exemplo o proprietário de terreno que recebeu o produto da venda mediante permuta por unidades autônomas e que pode desejar incluir suas unidades na oferta da incorporadora.

InnVestidor também salienta este ponto, dada a frequência com que a aquisição do terreno ocorre por meio de permuta. Para o participante, os permutantes deveriam se beneficiar do registro da oferta concedido ao incorporador imobiliário, contando assim com a permissão de alienar suas unidades por meio da oferta registrada realizada pelo incorporador imobiliário.

O FOHB destaca que, ao longo da Minuta, o emprego do termo “Ofertantes”, e de outras expressões que podem ou não se referir aos ofertantes individual ou coletivamente, apresenta incoerências e carece de retificação. A entidade solicita que a CVM verifique “*sua coerência com os fins buscados pela norma, aclarando-o, na medida do possível, aos participantes do mercado*”.

Koury Lopes sugere aperfeiçoamento que torne mais clara a segregação de responsabilidades de cada um dos ofertantes, propondo para tal a adição de um parágrafo único ao art. 6º com os dizeres: “*A atuação conjunta referida no **caput** não importa corresponsabilidade das ofertantes pelas obrigações que*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

cada um tenha assumido como parte no CIC hoteleiro e na sua oferta, inclusive em relação aos atos praticados antes do pedido de registro”.

O participante comenta que, usualmente, é o incorporador que realizará a oferta e venda das unidades autônomas do empreendimento hoteleiro, por ser o titular do terreno e a responsável pela construção até sua conclusão. Portanto, todos os recursos provenientes da venda são destinados ao incorporador. Em contraste, observa Koury Lopes, a operadora hoteleira somente será responsável direta pelo empreendimento após a conclusão e entrega, incluindo a equipagem, decoração, montagem, e, naturalmente, as obrigações de divulgação de resultados e prestação de contas após o início da fase operacional do empreendimento.

A operadora, assim, “*não tem ingerência alguma nas fases que antecedem a obtenção do Habite-se e entrega do empreendimento, posteriormente e, muito menos, em eventual venda das unidades hoteleiras, visto que não é a titular de domínio das unidades*”.

Tal distinção é importante no âmbito da regulamentação da CVM, sendo necessária “*a segregação das responsabilidades inclusive antes do registro da oferta, para os casos em que unidades forem vendidas sem o devido registro junto à SRE, devendo, assim, o não atendimento ser atribuído à ofertante responsável (neste caso, a incorporadora), que também responderá, sem a participação da operadora hoteleira, pelo insucesso da venda da unidade, mesmo em razão do seu distrato*”.

O mesmo raciocínio pode ser aplicado ao fato da incorporadora não possuir qualquer ingerência nas divulgações de resultados e prestação de contas que a operadora hoteleira possui após o início da fase operacional do empreendimento, lembra Koury Lopes. Conforme enfatiza o proponente, os ofertantes não possuem qualquer ingerência nas obrigações individuais de cada um, sendo imprescindível a segregação das responsabilidades, inclusive antes do registro da oferta.

A CVM considerou os comentários procedentes e, por essa razão, decidiu alterar a definição contida na Minuta. Com efeito, ofertante é aquele que, de fato, realiza esforços de distribuição do CIC hoteleiro. De ordinário, é a sociedade incorporadora que desempenha esse papel, embora seja possível, a depender das circunstâncias do caso, que outra pessoa venha a ser ofertante (e.g., aquele que permuta o terreno por CIC hoteleiros que são, em seguida, distribuídos publicamente).

Diante disso, a Minuta passou a definir Ofertante como “a sociedade incorporadora ou



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

qualquer outra pessoa que realize atos de distribuição pública de CIC hoteleiro”.

Com relação especificamente à operadora hoteleira, a CVM reconhece, inclusive em virtude da experiência acumulada nas suas rotinas de supervisão, que ela, usualmente, não é a responsável pelos esforços de venda dos CIC hoteleiros e, por consequência, não se enquadra no conceito de ofertante. Nada obstante, dada a sua importância para o empreendimento hoteleiro, a operadora deverá, nos termos da Minuta, atestar que considera corretas as informações que serão prestadas ao público durante a oferta.

4.2. CIC hoteleiro (art. 2º, I)

Albino Advogados questiona se a intenção da conceituação do CIC hoteleiro empregada na Minuta não poderia levar ao entendimento que operações puramente imobiliárias pudessem ser classificadas pela CVM como CIC hoteleiro. Para dirimir este risco, o participante encaminha proposta de redação para alinhar a definição com o conceito do inciso IX, art. 2º da Lei 6.385, de 1976.

A CVM entende que as novas redações dos arts. 1º e 2º não ensejam o risco levantado pelo participante.

4.3. Direito de Retratação (art. 2º, IV)

Em sua manifestação, Antonio Correa sugere que o direito de retratação seja uma hipótese exclusiva para casos em que existam irregularidades na oferta. O participante argumenta que o mercado imobiliário sofre uma crise em consequência de distratos imotivados. No entendimento de Antonio Correa “*é fundamental absoluta limitação nas hipóteses de retratação porque, em verdade e a princípio, o contrato imobiliário com guarida na Lei 4.591/64 é irrevogável e irretroatável*”.

A Minuta admite a retratação apenas em hipóteses específicas e bem delimitadas, que não se confundem com as rescisões contratuais efetuadas por iniciativa do promitente adquirente. Ver ainda sobre o tema o item 7.4.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

5. Não aplicação do regime da nova instrução à CIC que envolva venda de partes ideais (art. 3º)

A&C defende que a norma deve levar em consideração as peculiaridades e diferenças entre a legislação das localidades ao longo do país, em especial o caso da cidade do Rio de Janeiro, na qual, em muitos casos, é proibida a realização de oferta de unidades imobiliárias hoteleiras. Portanto, neste importante mercado, a decisão da oferta de partes ideais não é opção do empreendedor. Sob o risco de impedir a modernização e ampliação do parque hoteleiro nas regiões deste município sujeitas a restrições à venda de unidades por imposição da legislação municipal, A&C sugere a exclusão do art. 3º da Minuta.

A CVM enfatiza, conforme explicado no edital de audiência pública, que tais ofertas não estão impedidas, mas permanecem sujeitas ao regime da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003. A Comissão não considerou conveniente a inclusão deste tipo de oferta no regime de oferta de que trata a presente Minuta. Conforme o texto do edital, “*essa escolha se justifica na medida em que a Minuta estabelece disciplina específica que leva em consideração peculiaridades do regime jurídico da incorporação imobiliária e do condomínio edilício, notadamente a proteção de que goza o adquirente da unidade autônoma, nos termos da Lei nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964*”.

6. Distribuição Pública

6.1. Público destinatário da oferta pública (art. 5º e Anexo 5)

6.1.1. Investidores qualificados, nos termos da regulação específica da CVM (art. 5º, I e Anexo 5)

No entendimento de ABRAINC e SECOVI-SP, a restrição das ofertas de condo-hotéis a investidores considerados qualificados nos termos² do artigo 9º-B da Instrução CVM nº 539, de 13 de

² Art. 9º-B São considerados investidores qualificados:

I – investidores profissionais;

II – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-B;

III – as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e

IV – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

novembro de 2013, não é apropriada, especialmente em função do parâmetro adotado naquela norma ser o montante já aplicado em investimentos financeiros.

Conforme os participantes, *“os investidores em condo-hotéis são pessoas físicas ou jurídicas que tem clara preferência pelo investimento em imóveis como fonte de renda. Geralmente, buscam ou possuem, como investimento, além de unidades em condo-hotéis, apartamentos ou salas comerciais para locação. Muitas das vezes, têm preferência por imóveis em locais próximos ao seu domicílio, de onde se conclui que o fator imobiliário do produto tem, de fato, extrema relevância. Por outro lado, não são, tipicamente, fortes investidores em bolsa de valores ou em produtos financeiros”*, daí a inadequação do critério usado pela Instrução CVM nº 539, de 2013.

Por razões similares, Hotel Invest, InnVestidor, Koury Lopes, Navarro, SINDUSCON-SP também se opõem às restrições de patrimônio mínimo impostas pelo art. 5º incisos I e II (ver também os itens 6.1.2 a 6.1.5).

ABRAINCO e SECOVI-SP também questionam se a aplicação deste critério não geraria uma distorção, por não acreditar que exista correlação entre o montante de investimento financeiro de um dado investidor e sua experiência e capacidade de avaliar os riscos específicos de investimentos em condo-hotéis. Assim, sugerem a exclusão do inciso I proposto na Minuta.

A&C propõe que seja considerada uma definição de investidor qualificado que não seja baseada exclusivamente em capacidade financeira (critério objetivo de renda e patrimônio líquido), mas que possa capturar experiência e sofisticação do investidor, de modo a não limitar-se demasiadamente o montante de capital que poderá acessar este tipo de oferta. O participante sugere inclusive a adoção de critérios que possam incluir a experiência profissional e o patrimônio alocado em imóveis.

Koury Lopes pondera que a CVM, ao avaliar sobre a necessidade ou não de requerimento de qualificação dos investidores, deve levar em conta o menor risco deste tipo de investimento em comparação com o de outros investimentos disponíveis no mercado de valores mobiliários.

Conforme o participante, *“o investimento em condo-hotéis garante ao investidor um direito de natureza real sobre o ativo adquirido, ou seja, não se trata de um valor mobiliário típico em que o investidor adquire direito pessoal de participação ou crédito, fundado em um título ou contrato. Tal*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

distinção faz com que os riscos assumidos pelo investidor no condo-hotel sejam minimizados pela propriedade adquirida, o que não é típico do mercado de valores mobiliários”.

Argumenta Koury Lopes: *“nos condo-hotéis, o que se aliena é a propriedade sobre um bem imóvel único e identificável, vinculado a um contrato de locação, ou seja, um direito real, ainda que destinado a um uso específico, mas que nunca põe em risco o capital investido pelo investidor, que se materializa na propriedade imobiliária adquirida, que é apenas alugada para viabilizar a operação hoteleira, e nunca aportada como capital do negócio”.*

FOHB considera que a oferta de CIC hoteleiro é adequada para qualquer tipo de investidor não cabendo a imposição de critérios de qualificação como os introduzidos pela Minuta. Assim, propõe a exclusão do art. 5º e demais referências à limitação do público destinatário da oferta. FOHB não vislumbra que a limitação do público seja justificável como medida de proteção dos riscos associados a este tipo de investimento.

Além do risco da concentração do lançamento de empreendimentos e, portanto, das oportunidades de investimento, nas regiões de maior riqueza, causada por tal restrição de acesso, não parece haver justificativa da restrição de público investidor como medida de proteção dos riscos do CIC hoteleiro no entender de FOHB, principalmente se for considerado que o investidor adquire um imóvel ao comprar este valor mobiliário.

FOHB argumenta que preocupações externadas pela CVM no edital parecem ser exageradas. Por exemplo, ante o risco de chamada de aportes adicionais, o participante chama a atenção para o fato de ser comum que os empreendimentos tenham planejamento de custos e despesas e contem com reservas para períodos de menor ocupação ou para gastos imprevistos. Assim, FOHB antecipa que, mesmo em uma operação que apresente baixo desempenho por longo período, o risco de aportes de grande vulto seria muito menor do que em operações alavancadas de produtos “tipicamente financeiros”. Em adição, sob a proteção da Lei nº 4.591, de 1964, os investidores podem alterar a destinação do condomínio.

FOHB também discorda que o fato de investidores poderem contratar financiamento bancário para a aquisição do CIC hoteleiro aumente demasiadamente os riscos que estes estarão correndo. O participante entende que tais riscos serão muito restritos no caso prático, já que o próprio imóvel que está sendo adquirido é a garantia do financiamento bancário.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Adicionalmente, FOHB cita que a obtenção de financiamento imobiliário é geralmente restrita a quem tenha capacidade financeira para honrar seus compromissos sem levar-se em conta o possível retorno do empreendimento. O participante comenta também que o financiamento da aquisição do CIC hoteleiro não é uma opção feita pela maioria dos investidores, sendo mais comum que este investimento seja o primeiro imóvel comprado pelo investidor e com seus próprios recursos, dado o baixo custo ante o de unidades vendidas para fins de moradia.

Apesar de compreender que o estágio pré-operacional da operação hoteleira no momento da aquisição do CIC hoteleiro traz riscos para o investidor, FOHB pondera que a CVM não deve equiparar tais riscos ao de uma companhia pré-operacional numa oferta inicial de ações. Como enfatiza o participante, o investidor conta com um bem imobiliário, sob as proteções da legislação que rege a incorporação e os condomínios edilícios, e com maiores controles diretos sobre os destinos do empreendimento. FOHB considera que este tipo de risco deve ser tratado pela via da prestação de informações adequadas na oferta e não pela restrição ao público investidor.

FOHB discorda que a liquidez do mercado secundário de CIC hoteleiro também seja razão para a restrição do público destinatário da oferta. Não obstante o CIC hoteleiro ter menor liquidez que outros produtos de investimento negociados em mercados organizados, a liquidez não é inerente a qualquer problema do produto em si, mas pelo simples fato do mercado imobiliário ter dinâmica bastante distinta dos mercados financeiros. Entretanto, as expectativas dos investidores destes mercados em relação à liquidez são bastante distintas também, sendo que, em geral, o investidor no mercado imobiliário tende a privilegiar o aspecto de segurança de seu investimento.

Adicionalmente, FOHB também não enxerga a ausência do processo de verificação da adequação do investimento (**suitability**) como razão suficiente para as restrições impostas na Minuta. O participante não vê razão para a condução de um processo de **suitability** nas ofertas públicas de CIC hoteleiro pelo fato do produto ter natureza imobiliária, não sendo necessário que, na oferta, sejam demonstradas as diferenças entre possíveis aplicações e seus respectivos riscos, como, por exemplo, nos mercados de ações à vista e de derivativos. Ademais, os deveres relacionados a tal processo seriam de responsabilidade de corretores de imóveis, que não são regulados nem fiscalizados pela CVM.

Prossegue FOHB, “*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*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

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”.

Stocche Forbes alerta que a redação da declaração do investidor constante do Anexo 5 da Minuta menciona apenas investidores com patrimônio em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) ou, ao menos, um investimento em CIC cujo empreendimento hoteleiro esteja em operação por prazo superior a um ano. Entende o participante que a declaração deveria abarcar todos os investidores considerados qualificados nos termos do art. 9º-B, da Instrução 539, de 2013, sob pena de serem excluídos, por exemplo, os analistas e consultores de valores mobiliários. O mesmo comentário também é válido em relação ao inciso VI do Anexo 7-VIII, chama a atenção o participante.

Considerando que, antes de serem submetidas à regulação desta autarquia, essas ofertas já vinham sendo realizadas no mercado brasileiro sem qualquer restrição de público, e considerando ainda o impacto que a imposição de eventual restrição teria no mercado, a CVM entendeu que tal medida só se justificaria caso houvesse fortes evidências de que a sua adoção traria benefícios maiores do que custos. No entanto, faltam evidências empíricas, inclusive em razão do curto histórico de supervisão, de que, de fato, as ofertas de CIC hoteleiro não são adequadas para os investidores em geral, sendo necessário restringir o público destinatário.

Em contrapartida, a CVM considerou oportuno acrescentar alertas no prospecto e no material publicitário, de modo que seja transparente para o público em geral que se trata da aquisição de contrato de investimento, atrelado ao desempenho de uma operação hoteleira, e não somente da aquisição de um imóvel.

Por fim, a CVM esclarece que continuará a acompanhar a evolução do mercado de condo-hotel e poderá rever a sua posição, caso surjam evidências a justificar a restrição do público investidor.

6.1.2. Pessoas naturais ou jurídicas com patrimônio acima de 1 milhão de reais (art. 5º, II)

ABRAINCC e SECOVI-SP argumentam que o valor exigido no inciso II não parece ser compatível com a realidade nacional. Ainda que o valor esteja possivelmente adequado para as capitais dos Estados de São Paulo e do Rio de Janeiro, está muito distante da realidade encontrada no restante do



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

país. Os participantes temem que a adoção deste limite seja um empecilho para o desenvolvimento do mercado de condo-hotéis fora dos grandes centros.

Conforme o relato dos participantes, os investidores de condo-hotéis geralmente residem próximo ao empreendimento. ABRAINC e SECOVI-SP sugerem como solução que seja adotado um critério variável, que mantenha proporcionalidade com o investimento. *“Esta sugestão visa eliminar distorções entre empreendimentos localizados nas diferentes regiões do País, onde há uma variação significativa no poder aquisitivo da população, assim como no custo de vida e mesmo na percepção do “valor” do dinheiro”*, destacam os participantes.

A proposta é que seja exigido do investidor patrimônio mínimo de, pelo menos, duas vezes o valor da unidade autônoma objeto do CIC hoteleiro a ser adquirido. Idêntica proposição foi encaminhada também por Hotel Invest, InnVestidor, Koury Lopes e SINDUSCON-SP, com a mesma justificativa. Navarro propõe que a relação mínima entre patrimônio líquido e valor do CIC seja de 120 % (cento e vinte por cento). STX propõe, alternativamente, que seja mantido o critério de investimento mínimo de trezentos mil reais que consta da Deliberação CVM nº 734, de 2015, que *“tem sido satisfatória ao mercado imobiliário de condo-hotéis”*.

Antonio Correa propõe que as restrições ao investimento sejam excluídas pela limitação que impõem a este mercado. Alternativamente, sugere que, na hipótese de manutenção de um limite, o investidor não precise comprovar a satisfação do critério, bastando uma autodeclaração. O participante também defende a previsão de regras claras para o cálculo do patrimônio, inclusive com a possibilidade de ajuste do valor dos imóveis na declaração do imposto de renda a valor de mercado.

ABRAINC e SECOVI-SP também solicitam a possibilidade de avaliação dos imóveis do investidor a valor de mercado. Velloza e Giroto também encaminham esta proposta, sugerindo redação para o inciso III do parágrafo único do art. 17, que lista a documentação admitida para a verificação da qualificação do investidor, adicionando a possibilidade de apresentação de laudo de avaliação ser realizada por corretor de imóvel contratado ou aceito pela incorporadora, sendo que na hipótese de negligência ou má conduta pelo corretor a responsabilidade seria imputada à incorporadora.

Adicionalmente, ABRAINC e SECOVI-SP propõem que as pessoas jurídicas não estejam sujeitas ao critério do inciso II, mesmo em caso da sugestão referente ao patrimônio mínimo ser adotada.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

InnVestidor também discorda da imposição desta exigência de patrimônio mínimo às pessoas jurídicas. O participante pondera que os comerciantes estão aptos a avaliar os riscos inerentes a estas ofertas, e que bastaria a declaração de que detêm suficiente conhecimento em finanças e mercado hoteleiro para avaliar e aceitar a oferta e seus riscos.

Koury Lopes preconiza que na hipótese de pessoa jurídica com atividades focadas no ramo imobiliário não devem estar sujeitas à exigência de patrimônio mínimo por serem aptas a avaliar os riscos do negócio.

Os comentários recebidos restaram prejudicados em razão de a CVM ter decidido excluir a restrição atinente ao público destinatário da oferta (v. item 6.1.1).

6.1.3. Detentores de CIC hoteleiro cuja operação tenha iniciado há pelo menos 1 ano (art. 5º, III)

LCCF questiona se os destinatários desta exceção seriam os “*investidores que tenham efetuado investimentos em CIC objeto de dispensa de oferta pública à luz da atual e vigente Deliberação CVM 734 de 17 de março de 2015 (“Deliberação CVM 734/15”), que autoriza, em seu inciso III, alínea “a”, que as ofertas de CIC hoteleiro se destinem a investidores que possuam ao menos R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) de patrimônio ou invistam ao menos R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) no âmbito da oferta (esta última hipótese, excluída na Minuta)*”, ou se, alternativamente o comando refere-se aos investidores que tenham adquirido CIC hoteleiro na vigência da nova instrução mas que porventura não tenham mais um patrimônio mínimo de um milhão de reais mas que gostariam de participar da oferta de outro CIC. Assim, o participante sugere a adição dos dizeres “*cuja distribuição tenha sido objeto de registro ou dispensa*” em relação ao CIC, o que contempla todas as possibilidades.

LCCF também pondera que o critério “*em operação por prazo superior a um ano*” pode ser aperfeiçoado e tornado mais objetivo pela exigência de disponibilização de 3 (três) demonstrações financeiras trimestrais com receita operacional líquida, de modo análogo ao critério³ empregado no § 7º do art. 15 da Instrução CVM n º 476, de 16 de janeiro de 2009. O participante sugere assim que o período de 1 ano seja reduzido para 9 meses.

³ § 7º Para fins do disposto neste artigo, a companhia será considerada pré-operacional enquanto não tiver apresentado receita proveniente de suas operações, em demonstração financeira anual ou, quando houver, em demonstração financeira anual consolidada elaborada de acordo com as normas da CVM e auditada por auditor independente registrado na CVM.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

LCCF também sugere que a norma contenha uma definição mais precisa de empreendimento “em operação” dado o fato que comumente existe um período de pré-operação (**soft opening**) em que a operação hoteleira ainda se encontra em fase de testes.

ABRAINCO e SECOVI-SP sugerem, como aprimoramento, que neste inciso também sejam abarcados investidores que tenham adquirido CIC hoteleiro no passado, mas que porventura já tenham se desfeito daquele investimento no momento da oferta.

Os comentários recebidos restaram prejudicados em razão de a CVM ter decidido excluir a restrição atinente ao público destinatário da oferta (v. item 6.1.1).

6.1.4. Outras pessoas (art. 5º e Anexo 5)

InnVestidor menciona que são frequentes os casos em que pais adquirem CIC hoteleiro para seus filhos, ou vice-versa, pois consideram o investimento como sendo de base imobiliária e por oferecer rendimento mensal, servindo inclusive como instrumento de pensão. Assim, o participante propõe a inclusão de um inciso adicional ao art. 5º, criando segurança jurídica para que compradores que atendam às exigências da norma possam doar o CIC a ascendentes ou descendentes, mesmo que estes não satisfaçam os critérios da norma. Navarro e SIDUSCON-SP apresentam a mesma proposta.

Os comentários recebidos restaram prejudicados em razão de a CVM ter decidido excluir a restrição atinente ao público destinatário da oferta (v. item 6.1.1).

6.1.5. Oferta de CIC hoteleiro com garantia em período definido (art. 5º)

InnVestidor destaca que a oferta do CIC hoteleiro pode incluir garantia de que o investidor não correrá risco de aporte adicional, pelo prazo suficiente para a maturação da operação, independentemente do resultado da operação hoteleira nesse período. O participante propõe que se o CIC incluir este tipo de garantia pelo prazo mínimo de 5 (cinco) anos, a oferta possa ser destinada a investidores em geral, sem qualquer exigência de qualificação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

InnVestidor acha que este tipo de oferta merece incentivo, pois a companhia hoteleira assume parte dos riscos operacionais, alinhando seus interesses com o dos investidores. Navarro apresenta a mesma sugestão.

Os comentários recebidos restaram prejudicados em razão de a CVM ter decidido excluir a restrição atinente ao público destinatário da oferta (v. item 6.1.1).

6.2. Pedido de registro da oferta (arts. 6º, 7º e Anexo 7)

6.2.1. Obrigatoriedade do registro da oferta e pagamento da Taxa de Fiscalização (arts. 6º e 7º, VII)

A&C defende que o regime registrário da oferta de CIC hoteleiro não seja alterado em relação ao da Deliberação CVM nº 734, de 2015, qual seja a dispensa de registro de oferta. Conforme o participante, 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”*.

O participante sustenta que os empreendedores geralmente não dispõem de amplos recursos em caixa para a realização da incorporação, sendo que os recursos iniciais disponíveis são despendidos na aquisição do próprio terreno, no custeio dos estudos iniciais, na contratação de assessores, etc. A&C comenta que os recursos coletivos angariados com a oferta pública são destinados à obra de construção e que a margem dos empreendedores é pequena nesta atividade, com pouca possibilidade de acomodar as taxas impostas às ofertas tradicionais de valores mobiliários.

Em relação à adoção do regime do registro de oferta que, conforme o edital da Audiência Pública SDM nº 08/16, inclui nas suas motivações o fato de a concessão de dispensa de registro, conforme as disposições da Deliberação CVM nº 734, de 2015, requerer a realização de atividades pelo corpo técnico da Comissão que são essencialmente idênticas àquelas do caso de uma emissão registrada, A&C argumenta que as premissas para a dispensa de registro, de acordo com o art. 4º da Instrução CVM nº 400, de 2003, são somente as características da oferta (por exemplo, o público alvo e o valor unitário), e não o tipo ou complexidade de análise requeridos da área técnica. Assim, o participante não vê razão para a alteração do regime de registro.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Tozzini Freire expressa preocupações similares. Nos dizeres do escritório, “*deve-se ter o cuidado de não se estabelecer uma regulamentação excessiva que possa ter como efeito líquido desestimular o funcionamento do mercado ou mesmo inviabilizar número significativo de novos projetos hoteleiros*”.

O participante propõe a manutenção do marco regulatório previsto na Deliberação nº 734, de 2015, por seguir regime menos oneroso de dispensa de registro ou, alternativamente, a adoção de um regime de dispensa automática de registro para todos os empreendimentos estruturados em conformidade com a Lei nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964.

Tozzini Freire insta a CVM a ponderar as particularidades do setor imobiliário, em particular do setor hoteleiro, por ser este de pequena escala em relação a produtos de outros setores, e também a diversidade da escala dos projetos e das condições socioeconômicas dentre as regiões do país, ante “*a pertinência de se aumentar a mobilização de valiosos e escassos recursos públicos para a aplicação de regime regulatório mais rigoroso para regulação de atividade que já conta com nível bastante satisfatório de conformidade às normas do setor de mercado de capitais*”.

FOHB discorda das justificativas apresentadas pela CVM para fundamentar a exigência de registro de oferta e defende que a dispensa automática de registro é mais adequada para a oferta de distribuição de CIC hoteleiros, sem prejuízo da competência da CVM de fiscalizá-la *a posteriori*. O participante considera a introdução de um regime que aumenta o ônus dos ofertantes um retrocesso.

No entender de FOHB, a questão chave é aprimorar-se o 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*”.

Para aquela entidade, a Minuta, ao tratar a oferta do CIC hoteleiro como a de um valor mobiliário tradicional na questão do registro, acaba por revelar-se incongruente, pois ao mesmo tempo introduz a análise *a posteriori* do material publicitário. Para FOHB, o regime de dispensa automático é o mais alinhado à proposta de ausência de avaliação prévia do material publicitário, dentre outras necessidades específicas deste tipo de oferta, como por exemplo, as dispensas de registro de emissor e de contratação de instituição intermediária.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Albino aponta que a necessidade de registro de oferta pública tem como consequência a obrigatoriedade do pagamento da Taxa de Fiscalização do mercado de títulos e valores mobiliários, conforme a Lei nº 7.490, de 20 de dezembro de 1989, e que correspondente a 0,64% do valor total da oferta, limitado, atualmente, a R\$ 283.291,10 por registro. ABRAINC e SECOVI-SP também enfatizam este ponto.

O participante acredita que, *“em razão das peculiaridades dos empreendimentos imobiliários a que estão vinculados os CIC objeto desta Minuta, este valor seria oneroso ao empreendimento e prejudicaria o desenvolvimento destes projetos, que são importantes no desenvolvimento do mercado de hotelaria no Brasil”*. Albino sugere que as ofertas de CIC hoteleiro sejam realizadas com dispensa de registro de oferta.

Em contraste, ABRAINC e SECOVI-SP acreditam que, *“no estágio atual, não seria salutar para o mercado a migração para um regime de dispensa automática de registro de ofertas de CIC hoteleiros, sem qualquer análise prévia pela CVM, pois a fiscalização a posteriori das ofertas poderia acarretar medidas corretivas e sancionadoras demasiadamente graves, potencialmente afetando a credibilidade e segurança do mercado condo-hoteleiro como um todo”*.

Entretanto, os participantes também compartilham a preocupação que o montante a ser pago a título de taxa de fiscalização será demasiadamente oneroso. ABRAINC e SECOVI-SP enfatizam que vários custos adicionais já estão sendo incorridos para atender às disposições emanadas da CVM, sendo certo que estes acabam por afetar a rentabilidade a ser obtida pelos investidores.

Na visão de ABRAINC e SECOVI-SP, não parece ser razoável que a oferta de CIC hoteleiro seja sujeita a uma taxa mais que duas vezes maior do que a de uma oferta pública de ações ou debêntures, que é de 0,30%. Os participantes questionam inclusive a legalidade da cobrança da taxa, já que os ofertantes, no caso as sociedades incorporadoras e operadoras hoteleiras, que na maioria das vezes não são companhias abertas, não estão listados no rol de contribuintes constante do art. 3º da Lei nº 7.940, de 1989.

Para estas entidades, uma hipótese a ser considerada é a alteração da lei, de modo que os ofertantes constem explicitamente da lista de contribuintes da taxa, e que concomitantemente seja



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

instituída uma alíquota de 0,05% em linha com o registro de certificados de recebíveis imobiliários – CRI e certificados de recebíveis imobiliários – CRA.

Antonio Correa propõe o diferimento da taxa de fiscalização por um período de 6 meses, prazo igual ao prazo de carência constante da Lei nº 4.591, de 1964, ou que se estabeleça que a oferta possa ser revogada em igual prazo. O participante sugere ainda, que na hipótese da impossibilidade de isenção da taxa, que seja estabelecido um percentual de devolução em torno de 50% do valor pago.

InnVestidor propõe que a CVM conceda dispensa de registro para ofertas em que o valor da taxa de fiscalização supere em valor o percentual de 0,2% da oferta, seguindo o regime da Deliberação CVM nº 734, de 2015, num capítulo a ser inserido na norma relativo a pequenas ofertas.

Barbosa & Virgilio sugere inclusão de um capítulo sobre o valor da taxa e dos emolumentos de registro do CIC hoteleiro, que deve “*observar o princípio da equidade e da não oneração do Projeto do Empreendimento*”. O participante propõe “*uma tabela de taxas e emolumentos progressiva e com um limite, conforme é praticada pelos Tabeliões de Notas e Oficial de Registro de Imóveis no Estado de São Paulo e outros Estados. Para tanto, as taxas e emolumentos deverão observar o número de unidades do Empreendimento e o valor do Custo da Construção ou Valor Geral de Vendas*”.

LCCF também expressa sua preocupação que o custo adicional referente à taxa de fiscalização “*certamente irá impactar de forma substancial os projetos já em curso e com previsões orçamentárias e margens de lucro já definidas para os próximos anos*”, pois, em muitos casos, condo-hotéis desenvolvidos no Brasil são empreendimentos de pequeno e médio porte, com difícil acesso a linhas de crédito bancários e financiamentos, e, portanto, dependem do fluxo de caixa das vendas das unidades imobiliárias para sua viabilização.

Desse modo, LCCF sugere “*a adoção de taxa específica e diferenciada para os pedidos de registro de CIC hoteleiro ou alternativamente a possibilidade de fracionamento do custo ao longo da oferta, para que o fluxo de caixa decorrente da venda aos investidores do CIC hoteleiro (depois do registro) possa servir para custear parte do pagamento da Taxa de Fiscalização, o que poderá, inclusive, incentivar o protocolo de novos pedidos de registro e desmotivar ofertas irregulares*”.

Como mencionado no Edital de Audiência Pública, a CVM acredita o regime estabelecido na Deliberação CVM nº 734, de 2015, baseado na concessão de dispensa de registro, não se justifica,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

uma vez que a intensidade e a qualidade da análise conduzida pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE no âmbito das ofertas públicas de distribuição de CIC hoteleiro não difere daquelas empregadas na análise de outras ofertas, sujeitas a registro na CVM. A CVM também entende que as particularidades das ofertas de CIC hoteleiros e do mercado imobiliário não se prestam a justificar a manutenção do regime atual.

Quanto à sugestão de adoção da dispensa automática de registro, a CVM entende, em linha com as manifestações da ABRAINC e do SECOVI-SP, que, no atual momento, não seria conveniente a migração para esse modelo, uma vez que a regulação financeira desse mercado é ainda recente e os participantes desse mercado, notadamente as sociedades incorporadoras e as operadoras hoteleiras, ainda não estão plenamente familiarizados com a regulamentação do mercado de valores mobiliários.

A CVM esclarece que, com base na experiência de supervisão acumulada até o momento, os documentos da oferta (especialmente o prospecto e o estudo de viabilidade) sofrem, não raro, importantes e diversas modificações em razão das exigências que são formuladas durante o processo de análise do pedido de dispensa de registro. Tal evidência corrobora a relevância desses documentos serem analisados pela autarquia previamente ao início dos esforços de venda.

Nesse contexto, a adoção do modelo de dispensa automática de registro poderia ser prejudicial ao bom desenvolvimento do mercado de condo-hotéis, uma vez que levaria a uma maior fiscalização *a posteriori* das ofertas, com o provável aumento dos casos de suspensão de ofertas e de instauração de processos sancionadores.

Além disso, na medida em que se optou por excluir qualquer restrição quanto ao público destinatário da oferta, mostra-se ainda mais importante a análise prévia, pela autarquia, dos documentos que serão utilizados na oferta.

Por todas essas razões, a CVM decidiu manter o regime de registro da oferta como regra geral, ressalvadas as situações específicas de dispensa automática, que são tratadas no art. 28.

Por fim, a CVM entende os comentários recebidos sobre o valor da taxa de fiscalização. Tal matéria, contudo, escapa à competência regulamentar da Autarquia.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

6.2.2. Caso de oferta de mais de um tipo de CIC hoteleiro em um mesmo empreendimento

ABRAINC e SECOVI-SP alertam que um mesmo empreendimento pode envolver diferentes vendedores ou unidades de diferentes características (metragem, localização, marca hoteleira, etc.) e, portanto, consideram que o art. 6º deve ser aperfeiçoado para a devida segurança dos ofertantes, de modo que o registro, inclusive para os fins de pagamento da taxa de fiscalização, seja considerado como uma oferta única.

Os participantes externam sua preocupação, pois solicitações de dispensas de registro no âmbito da Deliberação nº 734, de 2015, que envolvam empreendimentos como os descritos no parágrafo anterior, têm sido entendidas pela SRE como ofertas de vários tipos diferentes de CIC (conforme cada tipo de unidade sendo vendida no complexo hoteleiro). Segundo a ABRAINC e SECOVI-SP, a obtenção de múltiplos registros de oferta multiplicaria o valor da taxa de fiscalização a ser paga, inviabilizando este tipo de projeto.

A CVM esclarece que a incidência e a forma de cálculo da taxa de fiscalização dos mercados de títulos e valores mobiliários se encontram disciplinadas na Lei nº 7.940, de 1989. A Autarquia não tem competência para regulamentar a matéria. Além disso, não seria possível prever em abstrato todas as situações em que haverá oferta de um único ou de diferentes CIC hoteleiros, uma vez que essa questão depende da análise das circunstâncias fáticas de cada caso.

Nada obstante, a CVM esclarece que a SRE, área responsável pela análise dos pedidos de registro, poderá ser consultada para prestar maiores orientações sobre o assunto, ouvida a Procuradoria Federal Especializada – PFE sempre que necessário.

6.2.3. Documentação que instrui o pedido de registro (art. 7º e Anexos)

6.2.3.1. Prospecto (art. 7º, I e Anexo 7-I)

ABRAINC E SECOVI-SP relatam que é bastante comum que a contratação da construtora ocorra somente após o registro da incorporação imobiliária e o lançamento do empreendimento. Portanto, a redação do inciso II do Anexo 7-I deve ser ajustada de modo que a sociedade construtora somente seja citada caso já esteja previamente contratada. Pela redação atual, alertam os participantes, as



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

incorporadoras teriam que antecipar em mais de um ano e meio tal contratação, o que não implica necessariamente em benefício para os investidores. Ademais, deve-se ter em conta que a incorporadora é a sociedade legalmente responsável pela entrega da obra concluída.

Os participantes também propõe a inclusão dos dizeres “*quando for o caso*” na redação das alíneas “e”, “h”, “i” e “j” do inciso VII do anexo, por serem fatores de risco não necessariamente presentes em todos os empreendimentos.

A CVM considerou as sugestões pertinentes e a redação dos dispositivos foi ajustada de acordo.

6.2.3.2. Estudo de viabilidade econômica (art. 7º, II e Anexo 7-II)

Na visão de Hotel Invest, apesar da lista de informações mínimas que devem constar do estudo de viabilidade econômica do empreendimento hoteleiro, conforme o Anexo 7-II da Minuta, ser bastante completa, esta “*não garante a precisão do estudo, na medida em que não indica qual a metodologia que deverá ser seguida para a avaliação do empreendimento, de maneira especial para o cálculo do fluxo de caixa previsto para o CIC Hoteleiro durante a sua operação*”.

O participante propõe que a CVM recomende que se aplique a metodologia do **Appraisal Institute** dos EUA para a elaboração de estudos de viabilidade econômica no âmbito das ofertas públicas de CIC hoteleiro, e que, nas hipóteses que esta não seja considerada como a mais adequada para a avaliação do projeto sendo ofertado, que seja apresentado o porquê da não adoção da metodologia recomendada.

Hotel Invest destaca que a metodologia proposta pelo **Appraisal Institute** contém dois aspectos particularmente relevantes para a precisão da estimativa do fluxo de caixa operacional: (i) uso de parâmetros de empreendimentos comparáveis na elaboração das projeções; e (ii) adoção de um valor terminal do fluxo de caixa calculado com base no fluxo de caixa do último ano e na taxa de capitalização estimada para aquele momento.

O proponente enfatiza que, além de ser compatível com as exigências propostas na Minuta, tal metodologia é aceita internacionalmente, exigida por bancos internacionais para decisões sobre empréstimos e suas reestruturações, e também empregada pelas principais consultorias no Brasil, sendo inclusive recomendação do Manual de melhores práticas do SECOVI para hotéis de investidores



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

imobiliários pulverizados. Ademais, Hotel Invest observa que não há metodologia padronizada pela Associação Brasileira de Normas Técnicas – ABNT para a avaliação ou elaboração de estudos de viabilidade econômica para hotéis.

Navarro e SINDUSCON-SP sugerem que o *“estudo de viabilidade econômica previsto no rol de documentos do artigo 7º da Minuta de Instrução, seja elaborado com base na Norma Brasileira Registrada (“NBR”) aprovada pela Associação Brasileira de Normas Técnicas (“ABNT”) nº 13.532/1995, em substituição das informações previstas no Anexo 7- II da Minuta Instrução”*.

Os proponentes entendem que a adoção da norma proposta em substituição ao rol de exigências do Anexo 7-II proporcionará uma maior padronização das informações prestadas, e *“facilita o dia a dia das incorporadoras que já estão acostumadas a elaborar estudos de viabilidade nos padrões da NBR, evitando também um custo adicional desnecessário para elaborar um estudo de viabilidade que atenda o disposto na Minuta de Instrução”*.

Antonio Correa propõe a retirada da expressão *“indicando os estudos realizados nos últimos 3 (três) anos anteriores”* da alínea “a” do inciso XII do Anexo 7-II, uma vez que tal texto pode ser interpretado como uma restrição de mercado a profissionais com menos de três anos de atividade.

O participante propõe ainda, de modo a dirimir possíveis conflitos de interesse, que o prazo constante da alínea “d” do inciso XIII do mesmo anexo seja ampliado para 5 anos.

Antonio Correa também sugere que um novo inciso seja incluído, vedando aos profissionais responsáveis pelo estudo de viabilidade a apresentação de estudos, exceto para os ofertantes, nos casos em que haja litígio entre adquirentes e a incorporadora.

A CVM não considerou conveniente, nesta oportunidade, restringir as metodologias passíveis de serem utilizadas. Em vez disso, optou por acrescentar um item aos requisitos mínimos do estudo de viabilidade econômica e financeira do empreendimento hoteleiro, requerendo a divulgação da metodologia escolhida e das razões de tal escolha.

Em relação ao comentário de Navarro e SINDUSCON-SP, a CVM esclarece que a NBR nº 13.532/1995, que trata da elaboração de projetos de arquitetura para a construção de edificações, não guarda relação com o estudo de viabilidade econômica e financeira de empreendimentos hoteleiros.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Em relação ao comentário de Antonio Correa, a CVM esclarece que a exigência de comprovada experiência por, no mínimo, três anos é importante para assegurar a qualificação técnica do preparador do estudo.

Em relação ao prazo constante da alínea “d” do inciso XIII do anexo 7-II (atual inciso XIV, anexo 6-II), o prazo foi mantido em 12 meses, período utilizado em outras instruções da CVM, notadamente a Instrução CVM nº 361, de 7 de março de 2002.

Em relação à sugestão de Antonio Correa, a CVM não considerou que deva ser objeto de regulamentação o estabelecimento de vedações à contratação dos profissionais responsáveis pelo laudo.

6.2.3.3. Apresentação de apólice de seguro

InnVestidor entende como essencial que o incorporador imobiliário na qualidade de ofertante instrua o registro da oferta do CIC hoteleiro com seguro garantia na modalidade de obra completa (“*completion bond*”). O participante adverte que, *“ainda que o sistema de patrimônio de afetação seja um mecanismo de proteção dos investidores de negócios imobiliários, sendo hoje uma exigência das instituições financeiras para financiar as obras, isso não mitiga riscos de viabilização física”*.

Na visão de InnVestidor, o seguro garantia em modalidade de obra completa é um importante mitigador desse risco. Observa que vem se tornando uma frequente exigência de permutantes para segurança de que seu terreno não fique preso com uma obra inacabada.

A CVM compreende a relevância do referido seguro, mas não considerou conveniente torná-lo obrigatório, sendo preferível que a questão seja livremente apreciada pela sociedade incorporadora, que pode optar por contratá-lo de modo a tornar a incorporação mais atrativa perante o público investidor.

6.2.3.4. Material publicitário (arts. 7º, VI e 23)

ABRAINCO e SECOVI-SP enxergam como positiva *“a iniciativa da CVM de deixar a critério dos ofertantes a decisão de submeter (ou não) materiais publicitários à prévia aprovação da CVM”* (art.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

23º, **caput**). Nos dizeres dos participantes: “*Em muitos casos, o processo de aprovação pela CVM gera retrabalho desnecessário, tanto para os ofertantes quanto para a própria CVM, pois é comum a utilização, ao longo da oferta, de materiais publicitários muito parecidos, com mudanças somente de layout ou acréscimo de dados factuais que não geram alteração relevante do ponto de vista informacional. Nestes casos, a possibilidade de utilização de material sem a exigência de prévia aprovação pela CVM trará agilidade e flexibilidade aos ofertantes, além de desonerar os analistas da CVM responsáveis pela análise e aprovação dos materiais*”.

Entretanto, ABRAINC e SECOVI-SP expressam preocupação em relação à incerteza jurídica dos ofertantes na ausência de aprovação prévia pela CVM do material publicitário. Os participantes discordam da redação do art. 23º, § 1º, por não considerar adequado que o material publicitário somente possa ser apresentado uma única vez, juntamente com o pedido de registro da oferta (art. 7º, VI, e art. 23º, § 1º). Assim, os participantes propõem que seja dada prerrogativa aos ofertantes de submeter material publicitário à aprovação da CVM sempre que considerarem necessário.

As entidades temem que a mudança da sistemática para a fiscalização da aderência às regras de elaboração de material publicitário *a posteriori* sujeite os ofertantes a medidas graves, que incluem até a suspensão de uma oferta em curso. Portanto, a sugestão é que os ofertantes possam submeter materiais publicitários para a aprovação da CVM durante todo o curso da oferta.

Ademais, ABRAINC e SECOVI-SP argumentam que “*no momento do pedido de registro, nem sempre os esforços dos ofertantes estarão direcionados à elaboração de materiais publicitários, o que somente ocorrerá num estágio bem mais avançado, próximo do efetivo lançamento imobiliário. Não faz sentido exigir das incorporadoras a contratação de agência de publicidade, ou a mobilização de sua equipe de marketing para a elaboração dos materiais com tanta antecedência*”. Assim, sugerem que o inciso VI do art. 7º da Minuta seja suprimido.

STX também considera importante que a apresentação do material publicitário à CVM possa ser realizada posteriormente ao pedido de registro da oferta pública. O participante pondera que a dinâmica própria do mercado imobiliário demanda que os materiais sejam compatíveis com um dado momento, sendo impossível antever todas as hipóteses a serem levadas em conta no projeto do material.

Tozzini Freire também sugere que o material publicitário possa ser encaminhado para aprovação em momento posterior ao pedido de registro, porém mantendo-se a limitação a uma única análise.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

InnVestidor traz à luz preocupações com a insegurança jurídica que a redação do § 2º do art. 23 da Minuta pode dar causa, por permitir à CVM requerer retificações, alterações ou mesmo a cessação do uso de material publicitário previamente aprovado. O participante discorda da inclusão deste dispositivo na regra.

Koury Lopes critica o mesmo dispositivo (art. 23, § 2º), por considerar arbitrário e por subtrair a segurança jurídica da aprovação prévia. Conforme o participante, *“uma vez que o parágrafo 1º do artigo 23 garante a faculdade ao ofertante de submeter ou não o material publicitário à aprovação, a possibilidade de requerer retificações, alterações ou mesmo a cessação da publicidade deve ser garantida à SRE apenas quando as ofertantes não tiverem utilizado a referida faculdade ou se o material utilizado na prática for materialmente diverso daquele aprovado quando do pedido de registro da oferta”*.

O participante também propõe ajuste na redação do art. 7, VI, de modo que não haja uma contradição entre os termos deste artigo e os do art. 23. Nos termos propostos por Koury Lopes, o inciso VI do art. 7º passaria a fazer referência ao uso da faculdade de apresentação do material publicitário conforme o art. 23, § 1º. LCCF, Negrão Ferrari, Stocche Forbes e Velloza & Giroto também sugerem que os termos dos artigos citados sejam compatibilizados, tendo encaminhado sugestões alternativas de redação para este fim.

A & C propõe que a CVM reavalie *“alguns critérios para análise deste material, principalmente no que tange à sua linguagem”*. No entender do participante, a linguagem deve poder se aproximar daquela usada nas ofertas imobiliárias em geral, mencionando que existem outros fatores que, por adicionar valor, merecem exposição *“com a devida licença para utilizar figuras de linguagem mais apelativas”*. A&C cita como exemplos *“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”*

A oferta pública de distribuição de CIC hoteleiro se singulariza por fazer uso intensivo de material publicitário ao longo de todo o período da oferta. Além disso, é comum que o material seja revisto e atualizado sucessivas vezes ao longo da oferta, a qual pode se estender por vários anos.

A opção contida na norma, tornando facultativa a prévia aprovação do material pela SRE,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

procura reconhecer essas especificidades e tornar mais ágil e menos oneroso o processo de distribuição do CIC hoteleiro. Assim, o ofertante poderá, se quiser, apresentar, juntamente ao pedido de registro da oferta, o material publicitário que pretenda utilizar, cabendo à SRE concluir a sua análise dentro dos prazos do rito de concessão do registro. Sendo a apresentação facultativa, a análise do pedido de registro não será prejudicada caso o material não esteja disponível ao tempo do protocolo do pedido de registro.

A norma, contudo, não exclui a possibilidade de, em momento posterior, o ofertante consultar a SRE, sempre que entender necessário, sobre a adequação de determinado material publicitário. No entanto, nessa hipótese, não haverá prazo certo para a Superintendência concluir a análise, sendo certo que o corpo técnico da CVM envidará os melhores esforços para a celeridade de apreciação da consulta, como ocorre em relação a quaisquer outras que são dirigidas à Autarquia.

A CVM entende que esse modelo promove o maior equilíbrio entre os custos e os benefícios que decorrem da prévia análise do material publicitário pela autarquia. Além disso, a CVM já divulgou diversas orientações sobre a preparação de material publicitário, que podem ser encontradas nos Ofício-Circulares nº 01/18 e nº 01/13, da SRE. Desse modo, a CVM entende que os participantes do mercado estão em condições de avaliar por si próprio a conformidade do material publicitário com as regras editadas pela Autarquia.

Quanto ao comentário de InnVestidor e Koury Lopes, a CVM esclarece que conteúdo do § 2º do art. 23 da Minuta segue o modelo consagrado da Instrução CVM nº 400, de 2003, no seu art. 50, § 4º. Nesse ponto, cumpre ressaltar que a CVM tem o dever de agir sempre que identificar irregularidades no material publicitário utilizado em determinada oferta, ainda que este já tivesse sido analisado pela autarquia. Por isso, a CVM não considerou pertinentes as alterações sugeridas.

Finalmente, a CVM discorda da sugestão de A & C quanto à flexibilização das regras que tratam da linguagem utilizada no material publicitário. Quanto a isso, a CVM ressalta que um dos objetivos centrais da regulação do mercado de valores mobiliários é assegurar que o investidor tome a sua decisão de investimento de forma consciente e informada, e não com base em estratégias de publicidade apelativas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

6.2.3.5. Anúncio de início de distribuição (Anexo 7-VIII)

ABRAINCO e SECOVI-SP propõem que a identificação da sociedade construtora no anúncio de início de distribuição, conforme requerido no inciso I do Anexo 7-VIII, somente seja obrigatória nos casos em que já tenha ocorrido a sua contratação (ver item 6.2.3.1). Adicionalmente, os participantes sugerem a adição dos dizeres “*se houver*” ao final do citado inciso I, visto que nem sempre há outros ofertantes além das sociedades incorporadora e operadora do empreendimento hoteleiro.

Os participantes solicitam esclarecimento se a data de início de distribuição deve corresponder à data de divulgação do anúncio, ou se poderá ser anterior ou posterior.

ABRAINCO e SECOVI-SP também sugerem, no inciso VIII, a adoção do termo “*ofertantes*” em substituição à “*companhia emissora*”, já que os ofertantes não são necessariamente sociedades anônimas.

A sugestão em relação à construtora foi considerada pertinente e o texto do inciso foi ajustado. Em relação aos outros participantes do empreendimento, a CVM entende como necessária a divulgação. Observe-se que, entretanto, somente a sociedade incorporadora será a ofertante conforme discutido no item 4.1. O texto do inciso VIII (atual inciso VII) do anexo também foi ajustado.

Em relação à questão referente à data de divulgação do anúncio de distribuição, ver itens 6.3.1 e 6.3.2.

6.2.3.6. Anúncio de encerramento de distribuição (Anexo 7-IX)

ABRAINCO e SECOVI-SP, pelas mesmas razões já mencionadas anteriormente (ver itens 6.2.3.1 e 6.2.3.5) sugerem que a identificação da sociedade construtora como solicitado no inciso I do anexo somente seja necessária caso esta já tenha sido contratada.

Em relação ao inciso III do anexo, os participantes solicitam esclarecimentos em relação ao método de cálculo do valor total contratado, questionando se deve ser considerado:

“(i) o preço da unidade constante da tabela de vendas multiplicado pelo número de unidades efetivamente vendidas (independentemente de o pagamento ter sido realizado



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

à vista ou em parcelas, e sem considerar os efeitos da atualização monetária e juros que incidirão sobre as parcelas);

(ii) o somatório dos valores efetivamente contratados com cada adquirente, para pagamento à vista ou a prazo, conforme as especificidades de cada contrato (e, da mesma forma, sem considerar os efeitos da atualização monetária e juros em caso de pagamento parcelado); ou

(iii) alguma outra metodologia diferente das anteriores.”

A sugestão de ABRAINCO e SECOVI-SP foi considerada pertinente e o texto do anexo foi alterado de acordo.

Em relação ao questionamento referente ao inciso III do anexo 7-IX (atual anexo 6-IX), a CVM esclarece que deve ser utilizado método descrito na opção (i).

6.2.3.7. Certidão de ônus reais (art. 7, X)

Antonio Correa propõe que seja estabelecido prazo de validade de 90 dias da emissão da certidão, por este ser controverso. Assim ficaria definido qual o entendimento da CVM quanto à validade para fins da Instrução.

Velloza e Giroto sugerem que o inciso X faça menção à “certidão de matrícula do imóvel, dentro do prazo de validade”, em razão de este documento conter todas as características do imóvel e o registro da incorporação do empreendimento. O participante menciona que a matrícula vinha sendo aceita nos processos de dispensa de registro de oferta submetidos à CVM.

Em relação à sugestão de Antonio Correa, a CVM esclarece que o prazo de validade será aquele fixado pelo cartório do Registro Geral de Imóveis que tenha emitido a certidão. Em relação ao comentário de Velloza e Giroto, o texto foi aperfeiçoado de modo a autorizar, em termos mais genéricos, a apresentação de qualquer certidão que permita a identificação do proprietário e a existência de ônus ou gravames sobre o imóvel.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

6.3. Distribuição da oferta (arts. 13 a 18)

6.3.1. Divulgação do Anúncio de Início de Distribuição e do Memorial de Incorporação na internet (art. 14, §1º)

ABRAINCO e SECOVI-SP acreditam que o Anúncio de Início de Distribuição e o Memorial de Incorporação registrado poderiam ser divulgados na página do próprio empreendimento ao invés da página dos ofertantes conforme disposto na Minuta. O participante alerta que, em muitos casos, a incorporadora, por ser uma sociedade de propósito específico, não tem página própria na internet. Por outro lado, as páginas de operadoras e administradoras hoteleiras oferecem informações para reservas de quartos de hotéis em funcionamento ainda que, por determinação da CVM, as demonstrações financeiras para acompanhamento do desempenho de condo-hotéis em operação também estejam disponíveis nas suas páginas.

A CVM considerou pertinente o comentário e passou a prever na norma que as informações ali exigidas deverão ser divulgadas na página do empreendimento hoteleiro, que não pode conter restrições de acesso ao público em geral.

Além disso, faculta-se a divulgação adicional por meio de programa, aplicativo ou outro meio eletrônico, desde que reúna todas as informações requeridas pela Minuta e não contenha restrição de acesso.

6.3.2. Prazo para divulgação do registro do Memorial de Incorporação (arts. 13 e 14, §2º)

Segundo Koury Lopes, o texto da Minuta, ao estabelecer que os ofertantes divulguem em sua página na rede mundial de computadores o registro do Memorial de Incorporação no competente cartório do Registro de Imóveis em até 180 dias após a divulgação do início da distribuição, parece sugerir que o registro do memorial possa ser feito após o início da venda de unidades, o que está em desacordo com o art. 32 da Lei nº 4.591, de 1964 (Lei das Incorporações). Assim, o participante sugere que os dizeres “*sendo certo que o registro da incorporação ocorrerá anteriormente ao respectivo Anúncio*” sejam adicionados ao final do texto do § 2º de modo a dirimir qualquer equívoco de interpretação.

LCCF observou o mesmo problema com a redação do § 2º, e sugere que o dispositivo seja suprimido. Alternativamente, questiona se a intenção do dispositivo é a possibilidade de teste de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

viabilidade do empreendimento, sendo que, sendo correta esta hipótese, propõe a adoção de procedimento específico nos moldes do art. 43 da Instrução CVM nº 400, de 2003.

Tauil & Chequer também chamam a atenção para este ponto, e assim como o LCCF, entendem que o *“propalado “teste” de mercado pode vir a representar, na prática, tão somente uma “reserva” de unidades autônomas a interessados, sem efetivação de um compromisso irrevogável e irretroatável de compra e venda por absoluta impossibilidade legal. Questiona-se, igualmente, se neste caso (ou seja, no lapso acima), dever-se-ia seguir as regras da IN 400”*.

Ricardo Travassos, em consonância com os participantes acima, entende que o texto da Minuta extrapola disposição expressa em lei, sendo que o investidor estaria exposto ao grave risco de adquirir um CIC hoteleiro de um empreendimento ainda não legalizado, se este vício não for sanado na instrução.

Ademais, prossegue Ricardo Travassos, conforme o artigo 65 da lei 4.591, de 1964, *“promover incorporação fazendo, em proposta, contratos, prospectos ou comunicação ao público ou aos interessados, afirmação falsa sobre a constituição do condomínio, alienação das frações ideais do terreno ou sobre a construção das edificações”* configura crime contra a economia popular. Podem ser responsabilizados por tais atos o incorporador, assim como o corretor, e outros também, sendo sujeitos à pena de reclusão de um a quatro anos e multa.

Em sintonia com os comentários acima, Stocche Forbes também entende que a redação dos arts. 13, 14 e 18 da Minuta parece não ter levado em conta as exigências legais constantes do art. 32 da Lei nº 4.591, de 1964, cujo descumprimento tipifica crime contra a economia popular e contravenção penal, consoante arts. 65 e 66 da Lei das Incorporações. O escritório defende que os atos registrários previstos na Lei das Incorporações perante a respectiva circunscrição imobiliária competente devem anteceder o início da distribuição pública dos CIC hoteleiros.

Stocche Forbes alerta que, se for levada em conta a complexidade da incorporação imobiliária, que envolve a obtenção e apresentação de inúmeros documentos e certidões, o prazo regulamentar entre o registro na CVM e o registro no Registro de Imóveis deve ser *“relativamente longo de modo que o incorporador tenha tempo hábil, se for o caso, para satisfazer eventuais exigências do registrador imobiliário”*.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Prossegue o participante, “*Dessa forma, seguindo o mesmo raciocínio, a eficácia do registro da distribuição do CIC hoteleiro, para estar compatível com o sistema, deveria estar atrelada ao registro da incorporação imobiliária no Registro de Imóveis e às normas da Lei das Incorporações, que permite a estipulação de prazo de carência improrrogável de 180 (cento e oitenta) dias (conforme arts. 34 da Lei das Incorporações e 12 da Lei Federal nº 4.864, de 1965), no qual o incorporador terá a faculdade de desistir do empreendimento*”.

Stocche Forbes encaminha uma minuta de redação dos arts. 13 e 14 que no seu entendimento afasta os problemas e riscos elencados acima:

“Art. 13. Uma vez obtido o registro na forma da Seção anterior, os Ofertantes deverão, no prazo de 180 (cento e oitenta) dias, prorrogável por igual período se houver justificativa, atender previamente todas as exigências para atividade de incorporação imobiliária prevista em legislação específica.

§1º. Obtido o registro da incorporação imobiliária na matrícula do imóvel no Registro de Imóveis competente, os Ofertantes poderão divulgar o Anúncio de Início de Distribuição.

§2º. Em qualquer hipótese, incluindo nos casos de dispensa, é vedada a prática, pelos Ofertantes, de qualquer ato de distribuição pública do CIC hoteleiro sem a observância das normas contidas na legislação específica disciplinadora da incorporação imobiliária.

§3º. Ressalvadas as hipóteses previstas no Capítulo III e observado o disposto no caput e §§ 1 e 2º deste artigo 13, antes de deferido o registro e divulgado o Anúncio de Início de Distribuição, é vedada a prática, pelos Ofertantes, de qualquer ato de distribuição pública do CIC hoteleiro.

Art. 14. O registro de distribuição do CIC hoteleiro caducará se os Ofertantes não cumprirem o prazo previsto no art. 13, caput, ou se houver a denúncia da incorporação imobiliária nas condições e no prazo de carência estabelecidos no respectivo memorial de incorporação arquivado no Registro de Imóveis, prazo esse que não poderá exceder



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

180 (cento e oitenta) dias contados do seu arquivamento Anúncio de Início de Distribuição não for divulgado em 180 (cento e oitenta) dias após a sua obtenção.

Parágrafo Único. O Anúncio de Início de Distribuição deve ser comunicado à SRE e divulgado na página dos Ofertantes na rede mundial de computadores em conjunto com as informações relativas ao memorial de incorporação registrado no competente Registro de Imóveis.”

A ampla maioria dos comentários enviados pelos participantes acerca do texto do art. 13, § 2º da Minuta diz respeito à observância dos ditames da Lei nº 4.591, de 1964, em particular do disposto nos artigos 32 e 65 daquela Lei.

A CVM esclarece que quaisquer atividades realizadas por parte dos ofertantes no âmbito das ofertas públicas registradas ou dispensadas de registro devem sempre observar o disposto na referida Lei e que o disposto na Instrução não afasta, em nenhuma hipótese, os comandos daquele diploma legal.

Assim, no período compreendido entre a divulgação do anúncio de início da oferta e o registro do memorial de incorporação, o ofertante somente poderá realizar esforços de venda dos CIC hoteleiro que sejam compatíveis com as restrições estabelecidas na dita Lei. A título de ilustração, podem ser citadas as atividades de “pré-lançamento” ou “lançamento futuro” elencadas na Portaria nº 3.464, de 21 de dezembro de 2007, do Conselho Regional de Imóveis da 2ª Região – CRECI-SP.

6.3.3. Dever de fiscalização da atuação dos corretores de imóveis (art. 16)

A&C considera importante que a norma introduza exigências mínimas de treinamento de modo a capacitar os corretores de imóveis na venda do CIC hoteleiro. Para tal, propõe a adição de parágrafo único ao art. 16 com os seguintes dizeres: “*Os corretores de imóveis deverão realizar curso presencial 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*”.

FOHB encaminhou comentário por entender que “*a solução adotada pela CVM é acertada, na medida em que a sociedade incorporadora, por ser quem efetivamente contrata os corretores de imóveis*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

e quem, no fim das contas, promove a venda do empreendimento, possui as ferramentas e instrumentos necessários para essa fiscalização”.

InnVestidor, em consonância com FOHB, elogia *“o cuidado com o qual o texto da Instrução Normativa procura responsabilizar o incorporador imobiliário no processo de colocação, já que o mercado imobiliário é muito pouco fiscalizado no que se refere à conduta dos corretores imobiliários”.* Adicionalmente, o participante propõe aperfeiçoamentos por acreditar que *“uma das formas mais simples de se regular a questão seria mediante a elaboração de um contrato de adesão oferecido pelas incorporadoras às sociedades corretoras (ou corretores individuais), replicando em síntese todos os termos da oferta e esclarecendo direitos e obrigações nessa relação”.*

De acordo com o participante, a existência de um contrato público de corretagem, disponibilizado na página da oferta na internet, *“abordando de forma clara e compreensível todas as responsabilidades contraídas pelos corretores, as quais a CVM muitas vezes imputa às sociedades incorporadoras quando tratar-se de venda direta”*, seria uma importante ferramenta.

Na visão de InnVestidor, a existência de contratos de exclusividade entre a incorporadora e sociedade(s) corretora(s) é uma informação que deveria constar do CIC hoteleiro. As sociedades corretoras ou corretores individuais autorizados devem ser divulgados junto com os materiais do CIC hoteleiro na internet, por exemplo.

Koury Lopes antevê que a sociedade incorporadora terá muita dificuldade de fiscalizar corretores de maneira indistinta, obrigação imposta pela responsabilização abrangente encontrada no texto do art. 16. O participante defende que a incorporadora deva ser responsável apenas pela fiscalização dos corretores que tenha contratado. Koury Lopes propõe as práticas de contratação e de controle dos corretores podem ser apresentadas de maneira detalhada nos documentos apresentados para fins de registro da oferta.

Negrão Ferrari considera que a fiscalização das atividades dos corretores de imóveis que atuarem na colocação do empreendimento deveria ser obrigação exclusiva da empresa imobiliária responsável pelas vendas e cuja atividade é integralmente regulamentada pelo competente Conselho Regional dos Corretores de Imóveis. Na impossibilidade de aceitação de tal sugestão, o participante sugere que a responsabilidade imposta pela redação do art. 16 da Minuta à incorporadora seja estendida à imobiliária contratada e à qual os corretores estejam vinculados.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Negrão Ferrari pondera que, para fins de autorregulação “*seria interessante que as empresas imobiliárias (que recebem a maior parte do percentual da comissão de vendas) também estejam interessadas em investir no treinamento dos profissionais envolvidos na venda das unidades autônomas e dos CIC hoteleiros vinculados*”.

Navarro discorda da redação do art. 16 por não caber às sociedades incorporadoras a atividade de fiscalização de corretores de imóveis, atribuição dos Conselhos Federal e Regionais de Corretores de Imóveis conforme dispõe a lei nº 6.530, de 12 de maio de 1978. Adicionalmente, o participante observa devem ser definidos parâmetros e limites de responsabilidade. Por exemplo, qual prazo durante o qual a responsabilidade persiste? Quais seriam as sanções a que porventura estariam sujeitas na hipótese de conduta inapropriada de corretores?

É relevante o fato que, nos dias atuais, corretores sem ligação à incorporadora podem facilmente, por iniciativa própria, montar um site com material de divulgação de um empreendimento, sem autorização ou conhecimento daquela sociedade. Como estabelecer a responsabilidade da incorporadora nestes casos, questiona Navarro. Assim, o participante propõe a exclusão do art. 16 do texto da norma.

Ricardo Travassos destaca que a atuação dos corretores de imóveis é regulada por lei e entende que não é crível que a instrução proposta “*possa fazer impor obrigações não previstas em lei ao empreendedor, no que diz respeito à atuação do corretor de imóveis*”. O participante enfatiza que o empreendedor “*muitas das vezes sequer tem qualquer notícia ou informação sobre a atuação deste ou daquele corretor de imóveis, que trabalham de forma totalmente independente, com material recebido de outros corretores ou imobiliárias, com o intuito único de auferir remuneração pela intermediação prestada*”. A própria disponibilização obrigatória de informações do CIC hoteleiro, conforme o art. 17 da Minuta, em muito facilitará este tipo de atuação independente de corretores.

SINDUSCON também entende que a redação do art. 16 da Minuta excede os limites das atribuições das incorporadoras e de atuação da CVM, por contrariar o disposto na Lei nº 6.530, de 1978.

Stocche Forbes também não vê amparo legal ao ônus imposto às incorporadoras, além de chamar a atenção para os custos adicionais que seriam impostos aos empreendimentos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

O participante observa que “*os próprios corretores possuem responsabilidade legal pelos seus atos e seus órgãos de controle próprios para esse fim*”, e propõe uma nova redação para o **caput** art. 16, sugerindo que a sociedade incorporadora envie “*seus melhores esforços para, no âmbito de seus conhecimentos, oferecer treinamento e orientação complementar aos corretores de imóveis*”.

Stocche Forbes considera necessário que seja adicionado um parágrafo único ao art. 16 com os seguintes dizeres: “*Os corretores de imóveis, ainda que oferecidos os treinamentos e as orientações referidas no caput, permanecerão exclusivamente responsáveis pelos seus atos na forma da legislação aplicável*”.

Inicialmente, convém mencionar que a competência da CVM para impor obrigações aos ofertantes que distribuem publicamente valores mobiliários – no caso CIC hoteleiros – encontra fundamento na Lei nº 6.385, de 1976.

Ademais, a obrigação de fiscalizar a atuação das corretoras, imposta pela norma ao ofertante, mostra-se necessária para compensar a dispensa de contratação de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, que, nas ofertas de valores mobiliários tradicionais, cumpre o papel relevante de assegurar que a distribuição pública ocorra em conformidade com a regulamentação da CVM. Sendo assim, na falta da instituição intermediária, espera-se que o ofertante, que normalmente é a sociedade incorporadora, fiscalize a atuação das corretoras envolvidas na distribuição do CIC hoteleiro, atuando como **gatekeeper** do bom funcionamento do mercado.

De outra parte, a CVM concorda que a adoção de contratos de adesão, de cláusulas de exclusividade, bem como a realização de treinamentos, entre outras sugestões recebidas, contribuiriam para a observância de boas práticas na distribuição de CIC hoteleiro. No entanto, trata-se de matéria diretamente afeta às práticas negociais dos agentes do mercado imobiliário, de maneira que a CVM considera preferível que ela seja disciplinada por meio de autorregulação, a ser desenvolvidos pelos próprios agentes.

A CVM esclarece, a propósito, que a responsabilidade administrativa do ofertante perante a CVM é sempre subjetiva, de modo que a imposição de penalidade prevista no art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976, somente ocorre mediante a comprovação da falha efetiva na fiscalização da corretora de imóveis que tenha cometido alguma irregularidade.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Por fim, a CVM considerou conveniente a adoção das sugestões de InnVestidor e Koury Lopes relativas à divulgação de informação sobre a existência ou não de exclusividade nas vendas e das práticas de contratação e controle dos corretores nos materiais da oferta, tendo sido adicionados os incisos XI e XII ao atual Anexo 6-I que trata das informações constantes do prospecto de oferta pública do CIC hoteleiro.

6.3.4. Obtenção de declaração do investidor (art. 17, III)

Velloza e Giroto propõe aperfeiçoamento da redação do inciso III incluindo referência aos incisos II e III do artigo 5º, de modo a ficar claro que a declaração do Anexo 5 deve ser obtida somente de tais investidores.

O participante também sugere que, na hipótese de mais de um investidor adquirir um CIC hoteleiro em condomínio, os documentos apresentados nos incisos I a III do parágrafo único possam ser considerados em conjunto.

O comentário recebido restou prejudicado em razão de a CVM ter decidido excluir a restrição atinente ao público destinatário da oferta (v. item 6.1.1.).

6.3.5. Atualização do prospecto e estudo de viabilidade (art. 17, IV)

ABRAINCO e SECOVI-SP, Velloza & Giroto, Hotel Invest, InnVestidor e Stocche Forbes sugerem que o prazo previsto no inciso IV seja de 1 (um) ano, em consonância com o estabelecido na Deliberação CVM nº 734, de 2015.

ABRAINCO e SECOVI-SP consideram que a imposição de periodicidade menor (semestral, conforme sugerido na Minuta) levará ao aumento de custos do produto, sem gerar um benefício relevante para os potenciais investidores. Ademais, entendem que a periodicidade de um ano para atualização é suficiente para manter atualizadas e fidedignas as informações disponíveis para potenciais investidores, dadas as características do ciclo de desenvolvimento deste tipo de empreendimento.

Velloza & Giroto considera necessário “a padronização do prazo para todos os participantes de mercado a fim de que tenham um tratamento isonômico, bem como a redução dos custos envolvidos com



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

a atualização de tais documentos”, lembrando ainda que os custos de atualização são “repassados ao investidor, encarecendo o produto e possivelmente impactando nos resultados do empreendimento”.

Tozzini pondera que, embora sejam *“inegáveis os benefícios da exigência de apresentação de prospecto da oferta e estudo de viabilidade econômica atualizados”*, há que se ponderar *“os custos e demais dificuldades associadas à atualização, que, a depender da escala do projeto, podem ser substanciais”*.

O escritório entende que tal sistemática tornaria as ofertas mais eficientes e menos onerosas por afastar a exigência automática de atualização e, ainda, seria consistente com a Minuta em seus dispositivos relativos à verificação de conformidade do material publicitário que foi deixada a cargo dos ofertantes.

Tozzini sugere como alternativa à fixação de uma periodicidade de atualização, a concessão de autonomia aos ofertantes, de modo que o requisito de atualização exista somente na hipótese de alterações relevantes nas circunstâncias fáticas da oferta.

Hotel Invest pondera que na *“eventualidade da ocorrência dos ditos fatos de alto impacto, que eram imprevisíveis no momento da elaboração do estudo original, o estudo deve não apenas ser atualizado, mas sim totalmente refeito”*.

Adicionalmente, ABRAINCO e SECOVI-SP consideram necessário aprimorar o art. 17 com a adição de um parágrafo estabelecendo que, mesmo na hipótese que ainda que não tenha ocorrido o encerramento da oferta, cessará a obrigação de atualização do estudo de viabilidade a partir do início das atividades hoteleiras do empreendimento, data em que a operadora hoteleira passará a cumprir a obrigação de divulgar demonstrações financeiras do empreendimento (art. 33 da Minuta).

ABRAINCO e SECOVI-SP enfatizam que, como as ofertas de condo-hotéis podem ser longas, durando até 72 meses no limite constante da Minuta, é provável que a operação hoteleira se inicie antes do final da oferta em muitos casos. Os participantes entendem que, *“no que se refere aos deveres dos ofertantes durante o curso da oferta, não nos parece apropriado manter a obrigatoriedade de atualização do estudo de viabilidade do hotel após o início das operações hoteleiras”*. A partir deste ponto, a operadora já deverá atender o disposto no art. 33 e divulgar informações financeiras trimestrais e anuais. Os participantes não veem sentido em que seja obrigatório um estudo sobre a viabilidade futura de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

um hotel que já esteja em funcionamento, sendo que tal divulgação pode inclusive gerar dificuldades de entendimento por parte dos investidores.

A CVM entendeu conveniente manter a periodicidade (de um ano) de atualização do prospecto e do estudo de viabilização, tal como se encontra atualmente prevista na Deliberação CVM nº 734, de 2015.

A sugestão de ABRAINC e SECOVI em relação à apresentação do estudo de viabilidade após o início da divulgação das demonstrações financeiras do empreendimento foi considerada pertinente. No entanto, não se considerou necessário contemplá-la no texto da Minuta. Isto porque, uma vez divulgadas demonstrações financeiras do empreendimento, com reconhecimento de receita operacional hoteleira, o ofertante poderá encerrar a oferta registrada e iniciar uma nova, dispensada de registro e sem exigência da apresentação do estudo.

6.3.6. Dever de verificação dos requisitos de qualificação dos aceitantes da oferta (art. 17, V e parágrafo único).

Stocche Forbes opina que a obrigação em tela “*deveria ser exclusiva da sociedade incorporadora, que, de fato, conseguirá efetuar um melhor controle e verificação das qualificações de potenciais adquirentes*”. A sugestão, no entender dos participantes, deriva do fato de a sociedade operadora do empreendimento hoteleiro não participar usualmente do esforço de vendas nem realizar contatos com investidores, pois “*a parte comercial envolvendo os esforços de venda, divulgação de material publicitário e efetiva negociação com potenciais investidores são realizados pela sociedade responsável pela incorporação do empreendimento em conjunto com eventuais comercializadoras ou corretores imobiliários designados pela incorporadora ...*”.

O participante também considera que o rol de documentos que consta do parágrafo único (documentos que poderão ser usados pelos ofertantes para verificar a qualificação dos investidores) poderia ser exemplificativo, permitindo-se assim que outras formas de comprovação fossem aceitas, como no caso do art. 9-B, inc. III, da Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013, que determina que as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, dentre outros, são considerados investidores qualificados.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

O comentário recebido restou prejudicado em razão de a CVM ter decidido excluir a restrição atinente ao público destinatário da oferta (v. item 6.1.1).

6.3.7. Divulgação do anúncio de encerramento (art. 18, parágrafo único)

ABRAINC e SECOVI-SP sugerem que o Anúncio de Encerramento da Distribuição seja divulgado pelos ofertantes no site do próprio empreendimento na internet.

A CVM considerou pertinente a sugestão, em linha com o exposto no item 6.3.1 acima.

6.3.8. Prazo para encerramento da oferta pública (art. 18)

A&C considera acertada a decisão da CVM de conceder um prazo de duração da oferta de três anos prorrogável por igual período, contado a partir da data de divulgação do anúncio de início da distribuição. Nas palavras do participante:

“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”.

Na opinião de ABRAINC e SECOVI-SP o prazo total de duração da oferta conforme proposto na Minuta é *“compatível com a dinâmica de comercialização de unidades hoteleiras e, portanto, apropriado”.*

FOHB encaminha sugestão que as ofertas de CIC hoteleiro possam ser realizadas com prazo indeterminado, caso a CVM mantenha a obrigatoriedade do registro da oferta na versão final da norma, de modo que seja concedida ampla flexibilidade aos ofertantes.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

O participante enumera em sua justificativa alguns pontos que a ser levados em consideração:

“(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;

(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).”

Stocche Forbes também entende que o registro da oferta deve permanecer válido até a total alienação das unidades ou a até a conclusão das obras, já que estes são os objetivos das incorporações imobiliárias e dos incorporadores. O participante considera que obrigar “*estes a obter novamente o registro da oferta caso reste estoque de unidades imobiliárias ao final de determinado período, seria impor uma burocracia desnecessária, mesmo porque existem inúmeros fatores alheios ao controle do incorporador que podem afetar o cronograma físico das obras (como, por exemplo, a morosidade do Poder Público nas aprovações, greves de funcionários, intempéries climáticas, etc.)*”.

LCCF comenta que, de acordo com a redação do art. 18 da Minuta, não está claro se a prorrogação da oferta por um período extra de até 36 meses dependeria de aprovação prévia da SRE. O participante encaminhou sugestão de redação que torna explícita esta possibilidade sem a necessidade de autorização por parte da CVM, como parece ser a intenção da norma considerando-se as explicações constantes do texto do edital de audiência pública.

Ante os comentários recebidos, a CVM optou pela manutenção do prazo de duração da oferta constante da Minuta, ou seja, 36 meses, prorrogáveis por igual período, por entender que ele oferecer



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

suficiente flexibilidade aos ofertantes.

A CVM não considerou conveniente autorizar a realização de oferta por prazo indeterminado, pois tal hipótese geraria maiores dificuldades para as atividades de supervisão da autarquia bem como manteria o ofertante submetido às obrigações regulamentares previstas por prazo indefinido. Deve ser ressaltado que a redação do novo art. 28, que introduziu diversos aperfeiçoamentos e flexibilidades no regime de dispensas de registro de oferta, afasta as preocupações levantadas pelos participantes.

A CVM considerou pertinente o comentário de LCCF e deixou mais claro na redação da regra que a SRE deve ser comunicada a respeito da prorrogação.

6.4. Conteúdo da oferta e requisição de informações adicionais (art. 19, § 2º)

Tozzini considera relevante que os parâmetros que balizam a análise e a formulação de exigências de documentos e informações adicionais, bem como a formulação de advertências e considerações para a análise e compreensão do Prospecto e do Estudo de Viabilidade, estejam definidos de forma clara e objetiva na norma.

Desse modo, o participante propõe que a CVM deve se guiar, e ao mesmo tempo estar limitada, *“pelos mesmos parâmetros estabelecidos para confecção pelos ofertantes do prospecto e do estudo de viabilidade econômica, conforme estabelecido nos Anexos 7-I e 7-II”*.

A CVM reconhece haver uma redundância na Minuta entre a redação do art. 9º, que está na seção sobre o registro da oferta, e o parágrafo 2º do art. 19. A redação foi corrigida tendo sido mantido o comando no atual art. 8º.

7. Modificação, Suspensão e Cancelamento da Oferta (arts. 24 a 28)

7.1. Modificação da oferta para melhorá-la em favor dos investidores (art. 24, §3º)

ABRAINCO e SECOVI-SP solicitam que a redação deste dispositivo seja aprimorada visando clarificar pontos relevantes que geram dúvidas. Por exemplo, por se tratar de uma melhoria na oferta, ainda se aplicaria o direito de retratação (art. 24, § 5º), questionam os participantes. ABRAINCO e



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

SECOVI também gostariam de esclarecimento sobre a necessidade ou não de comunicação prévia à CVM na hipótese prevista no §3º.

A CVM esclarece que tanto o direito de retratação quanto a necessidade de comunicação se aplicam, mesmo em caso de melhoria da oferta.

7.2. Modificação do valor da oferta e tratamento equitativo (art. 24, §§ 6º e 7º)

Tozzini sugere que a redação do § 6º seja simplificada de tal modo que não haja qualquer insegurança em relação ao fato do preço e das condições de pagamento dos CIC hoteleiros poderem ser livremente alteradas.

ABRAINCO e SECOVI-SP expressam a mesma preocupação e solicitam a mesma alteração, particularmente pelo fato do § 7º introduzir requisito de tratamento equitativo dos investidores, sendo a modificação de preço aceita somente nas hipóteses constantes do § 6º, no caso, a alteração das condições de mercado ou da diversidade de condições de pagamento, ou da atualização das informações constantes do prospecto e do estudo de viabilidade econômica, únicas exceções previstas.

Os participantes elencam diversas outras situações típicas do mercado imobiliário que podem demandar alterações no preço, como a aquisição de mais de uma unidade por um mesmo investidor, a proximidade da entrega das obras (momento em que aumentam os custos do empreendimento), feirões de venda de estoques, políticas de desconto a funcionários e clientes habituais, entre outras.

A CVM considerou os comentários pertinentes, tendo em vista as particularidades do mercado de incorporação de condo-hotéis. Assim, para que não haja insegurança jurídica, a CVM decidiu alterar a redação do atual art. 23, § 5º, de maneira a deixar explícito que a alteração do preço do CIC hoteleiro, no curso da distribuição pública, não constitui modificação da oferta.

7.3. Possibilidade de desistência de modificação da oferta (art. 24)

Koury Lopes propõe que seja adicionado um § 8º ao art. 24, introduzindo a possibilidade dos ofertantes desistirem da modificação da oferta, ainda que posteriormente ao acolhimento do pleito pela SRE, caso seja constatado que tal modificação resultará em número expressivo de retratações, tendo sugerido um patamar de 10% para balizar este número. O participante pondera que tal montante de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

retratações pode inviabilizar o empreendimento e pode ser uma melhor opção retornar aos termos originais da oferta.

A CVM não considerou conveniente a sugestão. Cabe ao ofertante avaliar a modificação que pretenda fazer na oferta à luz das condições de mercado.

7.4. Suspensão da oferta (arts. 25 e 26)

Antonio Correa sugere a introdução de um prazo de 5 dias para a defesa do ofertante antes da suspensão da oferta pública. O participante entende que o *“Mercado Imobiliário é extremamente sensível a essas notícias e a experiência mostra que, em grande parte das vezes, as suspensões foram reconsideradas após pequenos ajustes não essenciais (grande parte por erro de corretores de imóveis não autorizados). Mas, mesmo nesses casos, o impacto comercial negativo já se produziu”*.

O participante enfatiza que, na hipótese da sugestão anterior ser aceita, o prazo para comunicação aos clientes somente deveria iniciar após o decorrer dos 5 dias e do prazo necessário para a CVM proceder à análise da defesa. Antonio Correa teme que possam ocorrer pedidos de distrato quando seria possível a correção da oferta, colocando em risco o empreendimento. O participante pondera a necessidade que *“esse aviso se dê com um prazo maior, caso seja necessário mantê-lo tal como redigido”*.

LCCF aponta que, como *“é de conhecimento a qualquer investidor do mercado imobiliário, são inerentes as operações imobiliárias atrasos pontuais de cronograma, alterações de preços por conta da necessidade de vendas, entre outros fatores que podem ocasionar uma revisão por parte dos ofertantes de determinados elementos da oferta pública, sem que tais modificações alterem a estrutura o empreendimento ou a natureza do investimento”*.

O participante considera que não é apropriada a concessão do direito de retratação aos investidores na hipótese de suspensão da oferta, devendo este direito ser certo somente na hipótese de cancelamento da oferta, por entender que a simples suspensão de oferta não implicaria em prejuízo relevante para os investidores, uma vez que o empreendimento pode ser retomado após decorrido breve período, sendo que, em muitos casos, alterações pontuais realizadas visam a melhoria da qualidade dos serviços e da infraestrutura.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

A CVM esclarece que a suspensão da oferta ocorrerá em situações específicas em que esteja em jogo a proteção do investidor, que aceitou uma oferta havida como ilegal, fraudulenta ou discrepante das condições do registro, ou que tenha aderido à oferta sob a potencial influência de material publicitário irregular. A CVM entende que as razões que levam à suspensão são suficientemente graves para justificar o direito de retratação.

Além disso, a CVM ressalta que a forma como a suspensão está disciplinada na norma segue o modelo consagrado na regulamentação das ofertas públicas de valores mobiliários (parágrafos únicos dos arts. 20 e 27 da Instrução CVM n° 400, de 2003).

Nada obstante, a CVM esclarece que a experiência acumulada na supervisão das ofertas de CIC hoteleiros revela que a principal causa de suspensão é a divulgação de material publicitário irregular. Nesse caso, de acordo com o previsto no parágrafo único do atual art. 25, o direito de retratação somente é concedido aos investidores que tenham aceitado a oferta enquanto estava sendo veiculado o material irregular, o que minimiza as preocupações dos participantes quanto ao possível impacto das revogações na viabilidade do empreendimento.

Assim, a redação dos dispositivos foi mantida inalterada.

7.5. Divulgação da revogação da oferta (art. 28, parágrafo único)

ABRAINCO e SECOVI-SP sugerem que uma eventual comunicação acerca da revogação de uma oferta seja feita pelos ofertantes no sítio do próprio empreendimento na internet (ver item 4.3.1).

Antonio Correa propõe que a norma estabeleça que a revogação da oferta possa ocorrer em até seis meses.

Em linha com o exposto no item 6.3.1, a CVM considerou pertinente o comentário e passou a prever na norma que as informações deverão ser divulgadas na página do empreendimento hoteleiro.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

8. Dispensa automática de registro de distribuição (arts. 29 e 30)

8.1. Possibilidade de vendas de unidades de terceiros (arts. 29 e 30)

ABRAINCC e SECOCI-SP chamam a atenção para uma situação comum neste tipo de empreendimento, a venda de unidades por um terceiro (que não a sociedade incorporadora), por exemplo, o dono do terreno (permutante), o construtor ou até o fornecedor de materiais utilizados na construção, os quais recebem unidades de condo-hotel como forma de pagamento.

Os participantes sugerem a introdução de comando específico para as vendas destas unidades detidas por terceiros, ligados ou não à incorporação imobiliária. Por exemplo, o detentor de um terreno em uma região valorizada pode receber um número bastante elevado de unidades no empreendimento.

ABRAINCC e SECOVI-SP entendem que a Minuta não endereçou corretamente estes casos ao abarcá-los no art. 29. Segundo os participantes “*essas vendas estariam sendo realizadas em mercado secundário e não nos parece apropriado exigir de um terceiro (não ligado à incorporadora e/ou à operadora hoteleira) o cumprimento das obrigações previstas na Instrução para as ofertas dispensadas de registro com base no artigo 29 da Minuta*”.

Defendem ABRAINCC e SECOVI-SP que a regra da oferta do art. 29 “*deve se aplicar, exclusivamente, a ofertas subsequentes de CIC hoteleiros envolvendo unidades autônomas detidas pela incorporadora (sejam elas “sobras” não vendidas no âmbito da oferta inicial, sejam elas devoluções de unidades anteriormente comercializadas)*”.

FOHB também encaminhou manifestação por entender que “*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*”.

InnVestidor entende que a dispensa automática de registro de oferta que compreenda até 10% das unidades autônomas do empreendimento hoteleiro deveria ser estendida ao permutante, ou seja, dono do terreno que ingressou no negócio mediante recebimento de participação no CIC.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Koury Lopes sugere que do cálculo do número de unidades correspondente a 10% do empreendimento sejam excluídas as unidades permutadas com o dono do terreno, o construtor ou o fornecedor de materiais de construção. Em muitos casos, o número de unidades em propriedade desses terceiros supera o limiar de 10% segundo o participante.

ABRAINCO e SECOVI-SP também solicitam que a CVM considere os casos em que a incorporadora venha a permanecer com quantidade diminuta de unidades autônomas hoteleiras do empreendimento após a oferta. Os participantes consideram que seria razoável a permissão para a venda de tais unidades nas mesmas condições estabelecidas para as vendas realizadas no mercado secundário, conforme disposto no art. 30 da Minuta.

Argumentam os participantes que “a venda de uma ou pouquíssimas unidades, ainda que pela incorporadora, não justificaria o cumprimento de todas as obrigações previstas na Minuta para a realização de oferta de CIC hoteleiro (i.e., elaboração de prospecto, estudo de viabilidade, manutenção de website do empreendimento, etc.). Os custos de realização desta oferta pública, mesmo se dispensada de registro nos termos do artigo 29, poderiam inviabilizar a venda dessas poucas unidades residualmente detidas pela incorporadora. Acreditamos, inclusive, que este tenha sido o racional da CVM ao redigir o §2º do artigo 30 da Minuta”.

Em contraste, a redação do **caput** do artigo 30 menciona expressamente a revenda, não incluindo, portanto, o caso da venda de unidades residuais pela incorporadora. Uma redação alternativa para o § 2º do art. 30 foi encaminhada para a inclusão desta alternativa na regra.

Em função dos comentários recebidos na audiência pública, entendeu-se necessário reformular o regime de dispensas automáticas de registro que havia sido sugerido na Minuta. Assim, a CVM passou a estabelecer quatro hipóteses de dispensa automática.

A primeira hipótese diz respeito às ofertas realizadas depois da entrada em operação do empreendimento hoteleiro que já tenha sido objeto de distribuição pública registrada ou dispensada de registro pela CVM (atual art. 28, II). Considera-se em operação o empreendimento que já tiver divulgado demonstrações financeiras anuais auditadas com o reconhecimento de receita operacional hoteleira.

Nesse caso, independentemente do número de CIC hoteleiros ofertados, a oferta está



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

dispensada de registro assim como o ofertante de cumprir os deveres estabelecidos na norma. A CVM levou em consideração que o empreendimento já terá sido objeto de análise prévia pela autarquia. Também considerou que o hotel já estará construído e em funcionamento, de modo que os investidores disporiam de dados mais objetivos para avaliar a sua decisão de investimento. Sendo assim, a CVM entendeu que não haveria evidências suficientes que justificassem a necessidade de regulamentação dessas ofertas.

Assim, a CVM optou por não regulamentar esse mercado no presente momento, de maneira a permitir que ele evolua livremente. No entanto, a CVM poderá rever a sua posição, caso surjam evidências apontando para a necessidade de regulamentação.

Tal hipótese de dispensa, convém dizer, contempla qualquer pessoa (investidores institucionais, pessoas físicas, permutantes, incorporadores etc.), que, desse modo, poderão ofertar seus CIC hoteleiros de maneira ágil e simples, contanto que o hotel já tenha apresentado receita operacional.

A segunda hipótese de dispensa automática diz respeito à oferta de CIC hoteleiro que compreenda a alienação, em um mesmo ano calendário, de frações ideais correspondentes a, no máximo, 10 (dez) unidades autônomas (novo art. 28, inciso I). Nesse caso, além de a oferta estar dispensada de registro, o ofertante não está obrigado a cumprir os deveres previstos na norma.

Tal dispensa poderá ser aproveitada antes de o hotel apresentar receita operacional, inclusive enquanto estiver em curso a oferta registrada da incorporadora. Também poderá ser aproveitada em relação aos empreendimentos mais antigos, que não tenham sido objeto de registro ou de dispensa de registro por parte da CVM, desde que respeitado o limite estabelecido.

Ela se destina principalmente a investidores de pequeno porte, que adquirem número reduzido de CIC hoteleiros, e desejam revendê-los antes de o hotel estar em operação. Nesse contexto, o afastamento das regras estabelecidas na norma se justifica, pois, de outro modo, a sua observância resultaria em custos excessivos e incompatíveis com o perfil desses investidores.

A terceira hipótese de dispensa automática procura contemplar, principalmente, os permutantes que adquirem privadamente quantidade considerável de CIC hoteleiro e queiram revendê-los antes de o hotel apresentar receita operacional. Nesse tocante, a norma dispensa de registro a oferta de CIC hoteleiro que compreenda a alienação de frações ideais correspondentes a mais de 10 unidades



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

autônomas, desde que realizada concomitantemente à oferta pública promovida pela sociedade incorporadora (art. 28, III, “a”).

Nesse caso, como as informações relativas à oferta estarão disponíveis publicamente, em razão da oferta realizada simultaneamente pela incorporadora, exige-se apenas do ofertante que obtenha dos aceitantes da sua oferta declaração atestando a compreensão dos riscos da oferta (Anexo 28).

A última hipótese de dispensa automática de registro cuida da situação em que alguém pretenda ofertar publicamente CIC hoteleiro em quantidade superior a 10 unidades autônomas, no período compreendido entre o encerramento da oferta realizada pela sociedade incorporadora e a divulgação das demonstrações financeiras anuais do empreendimento que reconheçam, pela primeira vez, receita operacional proveniente da atividade hoteleira (art. 28, III, “b”).

A CVM entendeu que, nesse caso, seria excessivo exigir o registro da oferta, haja vista a realização em passado próximo de oferta semelhante, relativa ao mesmo empreendimento, devidamente analisada pela Autarquia. Em contrapartida, a norma impõe, nesse caso, um conjunto de deveres ao ofertante de maneira a assegurar que a oferta, que pode envolver número considerável de CIC hoteleiros, ocorra mediante a disponibilização ao público investidor de informações adequadas e úteis à avaliação do investimento.

De modo a evitar arbitragem regulatória, a nova versão da Minuta prevê que a sociedade incorporadora não poderá se valer da dispensa automática antes de decorridos 12 (doze) meses do encerramento de distribuição pública registrada, exceto se a oferta tiver objeto CIC hoteleiros referentes a frações ideais associadas a unidades autônomas retomadas em função de retratação ou rescisão contratual motivada pelo inadimplemento do adquirente.

8.2. Limite do número de unidades (art. 29, I)

Tozzini e STX sugerem que o percentual que enseja a dispensa automática de registro seja majorado para até 50% das unidades autônomas. O escritório chama a atenção que “(i) os lançamentos de novos empreendimentos com frequência não resultam na venda imediata de todas as unidades autônomas, (ii) dependendo da situação de mercado, após os lançamentos podem restar estoques elevados e (iii) dada a escala de grande parte dos empreendimentos, a realização de novo registro de oferta pode inviabilizar a venda futura de estoques”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Tozzini enxerga que esta alteração “conferiria maior dinamicidade ao setor, na medida em que permitiria a venda de estoque com maior rapidez e menores custos, o que incentivaria o adequado desenvolvimento do mercado de CIC hoteleiro”.

STX entende que um estoque elevado pode ocorrer por fatores alheios à vontade da incorporadora sendo necessário “aguardar o momento mais adequado para reapresentá-lo ao mercado e este poderá ocorrer a qualquer tempo ante a flutuação da economia”. O participante também preconiza a dispensa do prazo imposto pelo § 1º do art. 29 da Minuta.

Stocche Forbes também considera inadequado o limite de 10%. O participante sugere ampliar o limite para no mínimo 20%, dando mais dinâmica para a negociação de unidades remanescentes e eliminando etapas burocráticas já que o estoque se refere a um empreendimento que já passou pelo crivo da CVM.

Sugestão de aumento do limite para 20% também foi encaminhada por Negrão Ferrari, citando que não é incomum o número de unidades não vendidas ou em poder do dono do terreno chegarem ao patamar de 20% na sua experiência.

Em razão da remodelagem das hipóteses de dispensa automática de registro, exposta no item 8.1. acima, tais comentários restaram superados.

8.3. Interpretação do art. 29

FOHB considera que a redação do art. 29 da Minuta pode ser interpretada “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”, situação que não faria sentido. O participante sugere que a norma seja explícita quanto ao fato das unidades poderem ser vendidas ainda ao longo da oferta original.

O participante considera que o dispositivo poderia assim ser aperfeiçoado, passando a prever uma única hipótese de dispensa, aquela já prevista no inciso I, e voltada apenas às unidades que não puderam ser vendidas no âmbito da oferta registrada, independente destas serem de “titularidade da



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

sociedade incorporadora ou de outro participante da incorporação imobiliária (do terreno, do construtor ou do fornecedor de materiais utilizados na construção)”.

Velloza & Giroto encaminhou proposta de aperfeiçoamento da redação do inciso I, com menção explícita à titularidade das unidades autônomas de modo a prover maior segurança jurídica, passando o inciso a mencionar unidades *“de propriedade ou cujos direitos aquisitivos pertençam à incorporadora ou a outro participante da incorporação imobiliária, como o proprietário ou detentor dos direitos aquisitivos do terreno, o construtor ou o fornecedor de materiais utilizados na construção”*.

Em razão da remodelagem das hipóteses de dispensa automática de registro, exposta no item 8.1. acima, tais comentários restaram superados.

8.4. Comunicação de início e encerramento de oferta com dispensa automática (art. 29, §2º)

Pelas mesmas razões apresentadas anteriormente, ABRAINC e SECOVI-SP propõem que as comunicações quanto ao início e encerramento destas ofertas realizadas com dispensa automática de registro perante a CVM sejam divulgadas pelos ofertantes no **website** do próprio empreendimento (ver item 6.3.1).

Os comentários foram contemplados na norma, conforme explicado no item 6.3.1.

8.5. Responsável pelas obrigações estabelecidas no art. 29, § 5º

FOHB questiona *“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?”*

O participante menciona que suas preocupações *“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*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

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”.

FOHB encaminhou proposta de redação para o art. 29 com ajustes referentes ao destinatário dos comandos do artigo.

Em razão da remodelagem das hipóteses de dispensa automática de registro, exposta no item 8.1. acima, tais comentários restaram superados.

8.6. Dispensa automática para revenda no mercado secundário (art. 30)

ABRAINCO e SECOVI-SP propõem aperfeiçoamento da redação do art. 30, para explicitar que não há intenção da CVM de estender aos ofertantes de CIC hoteleiro no mercado secundário as obrigações estabelecidas na Minuta para as ofertas públicas de CIC hoteleiro em geral.

Os participantes encaminharam sugestão de inclusão de um § 3º, “*para trazer maior clareza e segurança aos envolvidos quanto a este entendimento da CVM, que se encontra manifestado somente no Edital*”.

Stocche Forbes observa que o texto do art. 30 carece de clarificação por não deixar explícito se o limite de 5 unidades se refere a um mesmo ofertante ou a um mesmo empreendimento. O participante entende que se a restrição se aplicar a um mesmo empreendimento, estaria sendo privilegiado o ofertante que iniciasse as vendas mais rapidamente. Assim, imagina que o limite seja aplicável a um mesmo ofertante, tendo sido enviada uma proposta de redação que torna mais claro este entendimento.

Na opinião de Hotel Invest, o mercado secundário de CIC hoteleiro deve ser automaticamente dispensado de registro, independentemente de número de unidades sendo revendidas. A redação do art. 30 eleva à condição de ofertante qualquer investidor que pretenda revender mais de 5 de suas unidades num período de um ano, conforme o participante.

Segundo o participante, este tipo de vedação cria empecilhos para grandes investidores deste mercado. A regra como proposta atua contra investidores que contribuem para a liquidez do mercado, para a melhor gestão das operações por sua maior participação em assembleias, e que são formadores de opinião importantes para investidores de menor porte.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Entende Hotel Invest que estes investidores são benéficos e não deveriam ter sua atuação cerceada. O participante cita que há *“investidores que aprenderam a investir em condo-hotéis e compram e vendem sistematicamente unidades. Esses investidores chegam a ter dezenas e até centenas de condo-hotéis, apostando na sua rentabilidade operacional e na sua perspectiva de valorização no mercado. (O Fundo Imobiliário Hotel MaxInvest é o maior investidor desta categoria)”*.

Hotel Invest opina que o mercado secundário não demanda uma atuação do regulador similar à necessária para o mercado de lançamentos. Os argumentos usados na análise do participante para chegar a esta conclusão são os seguintes:

(i) *“a venda secundária não está vinculada ao negócio imobiliário, pois: a) investidor que revende a sua unidade nada tem a ver com a incorporação; e b) a revenda se dá em um momento distinto do lançamento”*;

(ii) *“a venda secundária não contribui para a viabilização de novos empreendimentos que poderiam acarretar em uma crise de superoferta dos mercados e eventual destruição de valor de patrimônio de investidores”*;

(iii) *“também por serem desvinculadas da incorporação imobiliária, as vendas do mercado secundário nunca contam com uma campanha publicitária de peso e o respectivo processo de convencimento a ela relacionado”*;

(iv) *“os corretores dedicados ao mercado secundário são diferentes dos corretores usados nos lançamentos. Corretores do mercado secundário, como a Oliver, a Over, a Carispar, etc, têm seu foco muito mais voltado para o cliente comprador do que ao vendedor. O corretor do mercado secundário vive das vendas repetidas (para alguns investidores frequentes), ao contrário dos corretores dos lançamentos, cujo foco está em atender as necessidades das incorporadoras”*;

(v) *“no caso dos condo-hotéis em operação já existe um histórico de rentabilidade do empreendimento, que usualmente é a base para se precificar a transação, o que deixa a análise da oportunidade de investimento muito mais simples e objetiva”*.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

LCCF também se manifestou contra a restrição à revenda, principalmente para evitar a imposição de restrições a investidores que adquiriram um número elevado de unidades para revendê-las, por acreditar na rentabilidade e valorização do ativo. O participante encaminhou proposta de redação para o art. 30 neste sentido.

Tozzini e STX propõem que o limite constante do art. 30 da Minuta seja ampliado para até 40% das unidades autônomas. O escritório elenca as seguintes motivações para a proposta: “(i) *é inexpressivo ou mesmo inexistente o mercado secundário de CIC hoteleiro, (ii) é importante incentivar o desenvolvimento de tal mercado, dentre outras razões, para garantir aos investidores maior liquidez e (iii) dado o perfil dos investidores e o pequeno valor relativo das unidades autônomas, a realização de novo registro de oferta pode inviabilizar a revenda e, por conseguinte, a existência de mercado secundário*”.

A STX comenta: “*Ante a realidade mercadológica, em que por fatores alheios à vontade, em algumas ocasiões a incorporadora acaba ficando com estoque elevado e se vê compelida a aguardar o momento mais adequado para reapresentá-lo ao mercado e este poderá ser a qualquer tempo ante a flutuação da economia*”. Adicionalmente, e pelos mesmos motivos, o participante também sugere a dispensa do prazo imposto pela redação do § 2º do art. 30.

Koury Lopes encaminhou proposta de alteração no art. 30, em que o limiar de 5 unidades é substituído pelo critério de “*5 (cinco) unidades autônomas do empreendimento hoteleiro ou 10% das unidades do empreendimento, o que for maior*”, para maior isonomia de tratamento entre a grande variedade de estruturas e tamanhos destes empreendimentos no país.

Negrão Ferrari entende como mais adequada a adoção de um limite percentual ao invés de um número fixo de unidades. O participante menciona, como exemplo, o caso hipotético de um empreendimento com número elevado de unidades, porém de baixo custo, situação em que um limite de apenas 5 unidades seria bastante deletério para o mercado secundário.

InnVestidor traz proposta similar, considerando ser razoável um limite de 5% das unidades autônomas para a revenda, com um piso mínimo de 5 unidades.

Velloza & Giroto propõe a inclusão de mais uma hipótese de dispensa, correspondente ao caso da aquisição de mais de 5 unidades do mesmo empreendimento, porém por um único comprador.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Navarro e SINDUSCON também submetem propostas neste sentido, tendo sugerido somente o uso de um critério de 10% das unidades autônomas para a revenda. O escritório expressa preocupação com o número de rescisões de contratos que vem ocorrendo neste mercado, sendo que com a adoção do critério de 10% e *“nos termos do parágrafo 2º do Art. 30, as sociedades incorporadoras poderão amenizar seu prejuízo com as rescisões de contratos, uma vez que não terão novos gastos para ofertar as unidades devolvidas até o limite de 10% das unidades”*.

Stocche Forbes sugere *“exceção de forma expressa a aplicabilidade dos parágrafos 2º a 5º do artigo 29 ao artigo 30 da Minuta, de forma a evitar qualquer dúvida de interpretação nesse sentido”*. Para tal propõe a inclusão de parágrafo 3º ao artigo 30. A proposta do participante busca dirimir qualquer dúvida acerca da questão se a revenda de unidades autônomas deveria observar ou não *“determinados requisitos aplicáveis às ofertas regulares de CICs, em especial, as disposições referentes ao material publicitário utilizando na oferta, uma vez que esse tipo de imposição poderia inviabilizar as ofertas de revenda usuais do mercado imobiliário, tais como o emprego de anúncios em periódicos e páginas públicas na rede mundial de computadores”*.

Tauil & Chequer questiona se o § 2º não deveria ser desconsiderado, posto que o artigo 30 endereça a situação da pessoa física/investidor que deseja se desfazer do CIC hoteleiro, situação bastante distinta da do incorporador. O participante também chama a atenção que tanto a limitação temporal do § 2º quanto a limitação de unidades do caput do artigo 30 podem prejudicar o investidor deste mercado.

Em razão da remodelagem das hipóteses de dispensa automática de registro, exposta no item 8.1. acima, tais comentários restaram superados.

8.7. Prazo para nova oferta com dispensa automática em mercado secundário (art. 30, § 1º)

ABRAINCO e SECOVI-SP observam que a contagem do prazo para realizar nova oferta dispensada de registro em conformidade com o I do art. 30 esbarra no fato que este tipo de oferta não exige a divulgação de um aviso de encerramento. Assim, sugerem que a data de venda da quinta unidade autônoma pelo ofertante como um marco verificável para o início do decorrer do prazo.

Os participantes também sugerem aperfeiçoamento da redação por entenderem que a restrição de vendas com dispensa de registro de oferta durante o prazo de um ano *“se dá em relação a CIC hoteleiros*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

de um mesmo empreendimento hoteleiro, e não necessariamente em relação a um mesmo CIC hoteleiro, já que, muitas vezes, o empreendimento conta com diferentes tipos de CIC hoteleiro (por metragem ou bandeiras distintas)” (ver item 6.2.2).

FOHB não vê uma justificativa clara no edital para a introdução do prazo no caso das vendas secundárias, e alerta que em sua visão haverá uma grande dificuldade de fiscalização do cumprimento desta exigência, seja por parte da incorporadora, do operador hoteleiro e da própria CVM.

Em razão da remodelagem das hipóteses de dispensa automática de registro, exposta no item 8.1. acima, tais comentários restaram superados.

9. Sociedade operadora do empreendimento hoteleiro (arts. 31 a 34)

9.1. Forma societária (art. 31)

Albino sugere ajustar a redação do art. 31 para evidenciar que a sociedade operadora estará dispensada de registro de emissor de valores mobiliários somente se, nos empreendimentos imobiliários que opera, forem realizadas apenas ofertas públicas de CIC.

O escritório também comenta que uma das formas “*mais utilizadas para exploração de empreendimentos de condo-hotel encontra-se a sociedade em conta de participação, sociedade que aparece perante terceiros, pois é representada por sua sócia ostensiva. A redação do art. 32 da Minuta poderá gerar confusão sobre a possibilidade da utilização da sociedade em conta de participação, de forma que sugerimos a sua exclusão*”.

LCCF também encaminhou pleito de inclusão da sociedade em conta de participação no texto do art. 32.

A redação do atual artigo 29 deixa claro que a dispensa de registro de emissor só se aplica às sociedades operadoras que não forem emissoras de outros valores mobiliários além de CIC hoteleira.

Quanto ao segundo comentário, a CVM esclarece que a sociedade operadora deverá necessariamente adotar a forma de sociedade anônima ou sociedade limitada. No entanto, não há óbice a que ela seja parte em contrato de sociedade em conta de participação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

9.2. Prazo para a dispensa da exigência de elaboração de demonstrações financeiras trimestrais e anuais (art. 34)

FOHB propõe que o prazo de três anos para a dispensa da exigência de elaboração de demonstrações financeiras trimestrais e anuais seja reduzido para dois anos. Para o participante, a partir de dois ciclos completos de operação do empreendimento hoteleiro os investidores já estarão capazes de opinar sobre a utilidade dessas informações antes os custos que são arcados. FOHB antecipa que na maioria dos casos os condôminos votarão pela redução das despesas.

Hotel Invest também propõe a adoção do prazo de 2 anos. O participante alerta que, em sua experiência, será muito difícil a presença de um quórum de 20% das frações ideais. O critério alternativo de maioria simples dos presentes seria mais adequado conforme o participante, com a exigência que a convocação observe um prazo mínimo de 10 dias de antecedência e seja realizada por meio de correspondência com aviso de recebimento.

Velloza & Giroto entende que com o requerimento de quórum qualificado não há justificativa para um prazo tão longo para dispensar a sociedade operadora do cumprimento de uma ou de ambas as obrigações previstas no art. 33. O participante encaminhou proposta de redação, permitido aos condôminos, desde a data de instalação do condomínio, a concessão da dispensa.

InnVestidor considera que a ampla publicidade sobre as informações de viabilidade ou de resultados, na hipótese do empreendimento já ter iniciado sua operação, deve ser obrigatória somente até o encerramento da oferta. No entender do participante, *“após o encerramento da oferta os resultados do empreendimento dizem respeito exclusivamente aos seus sócios, de forma que deveria desaparecer a obrigação de publicidade”*.

Adicionalmente, Albino esclarece que pode ocorrer de os investidores participarem diretamente da sociedade operadora. O participante entende que, neste caso, as deliberações devem ser tomadas segundo esta participação societária e não necessariamente com base nas frações ideais do condomínio, tendo enviado proposta de adição de um § 3º ao art. 34, definindo como voto mínimo necessário o correspondente a um quinto das participações societárias.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Hotel Invest preconiza que os resultados da operação hoteleira sejam apresentados conforme o padrão **Uniform System of Accounts for the Lodging Industry – USALI**. Conforme o participante, esse “*é o sistema de contabilidade utilizado de maneira geral pelas grandes empresas hoteleiras e possibilita, entre outras coisas, a comparação das contas entre os diversos empreendimentos e a disponibilização de parâmetros comparáveis que podem ser utilizados pelos gestores para a elaboração de orçamentos, estudos de viabilidade, avaliações, etc.*”.

A CVM decidiu não acatar os comentários recebidos, por entender que o modelo adotado na norma é suficientemente flexível ao mesmo tempo em que assegura transparência sobre o empreendimento em favor daqueles que vierem a adquirir CIC hoteleiros mediante ofertas públicas realizadas no mercado secundário, após o hotel entrar em operação.

10. Outros comentários à Minuta

10.1. Regras de transição

ABRAINCO e SECOVI-SP, Barbosa & Virgílio sugerem a inclusão de regras de transição para a grande quantidade de ofertas públicas de distribuição de CIC hoteleiro que já foram dispensadas de registro seja por decisão do Colegiado da CVM ou por competência delegada à SRE por meio da Deliberação CVM nº 734, de 2015. Tais regras dariam segurança jurídica aos ofertantes. Alternativamente, os participantes propõem que fique expresso que as obrigações previstas na nova instrução não se aplicam a tais ofertas, que continuariam a seguir as regras vigentes à época da concessão das respectivas dispensas.

ABRAINCO e SECOVI-SP chamam a atenção para alguns pontos que suscitam dúvidas:

“(i) Determinação (ou não) de um prazo máximo para encerramento das ofertas em curso, correspondente, por exemplo, a 36 meses, prorrogáveis por mais 36 meses, contados da entrada em vigor da Instrução (atualmente, as ofertas dispensadas de registro não possuem qualquer previsão quanto ao encerramento, podendo ser mantidas, indefinidamente);

(ii) Necessidade (ou não) de divulgação de anúncio de encerramento da oferta (atualmente, não há previsão formal de uma comunicação acerca do encerramento da oferta,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

ficando difícil caracterizar, inclusive, quando começariam a correr os prazos de lock-up previstos nos artigos 29, § 1º e 30, § 2º);

(iii) Necessidade (ou não) de se observar os requisitos previstos nos Anexos 7-I e 7-II da Instrução quando da atualização do prospecto e estudo de viabilidade;

(iv) Necessidade (ou não) de se apresentar a declaração dos ofertantes atualizada, quando da disponibilização das versões atualizadas do prospecto e estudo de viabilidade; e

(v) Possibilidade (ou não) de dispensa da obrigatoriedade de elaboração e divulgação das demonstrações financeiras trimestrais e anuais, mediante aprovação em assembleia geral de condôminos, observado o quórum especial previsto no artigo 34, § 1º, da Minuta.”

A CVM concorda com a necessidade de prever na norma um regime de transição. Nesse sentido, foram introduzidos os artigos 41 e 42.

De acordo com o art. 41, em relação às ofertas que estejam em curso na data de publicação da Instrução, os ofertantes podem, alternativamente, continuar a observar as disposições da Instrução CVM nº 400, de 2003, e da Deliberação CVM nº 734, de 2015, ou seguir o regime estabelecido na Instrução, inclusive no que diz respeito ao conteúdo e à atualização do prospecto e do estudo de viabilidade econômica e financeira do empreendimento.

A opção deverá ser exercida no prazo de 60 (sessenta) dias contadas da data de publicação da Instrução e os ofertantes que optarem por adaptar a oferta em curso às disposições da Instrução devem comunicá-lo à SRE, no prazo de 5 (cinco) dias úteis contados da data em que for tomada a decisão, bem como dar ampla divulgação à decisão na página do empreendimento.

De modo a afastar qualquer insegurança jurídica, prevê-se que a adaptação da oferta em curso às disposições da Instrução não configura modificação da oferta.

Caso decidam manter a oferta sob o regime da Instrução CVM nº 400, de 2003, e da Deliberação CVM nº 734, de 2015, os ofertantes deverão, de todo modo, observar o prazo de duração da oferta estabelecido na Minuta e divulgar anúncio de encerramento da oferta.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Por sua vez, o art. 42 trata dos pedidos de dispensa de registro de oferta pública que na data de publicação desta Instrução estejam em análise na SRE. Neste caso, faculta-se aos ofertantes continuar a seguir as disposições da Instrução CVM nº 400, de 2003, e da Deliberação CVM nº 734, de 2015, ou bem apresentar novo pedido de registro, observando o regime previsto nesta Instrução.

10.2. Forma societária da incorporadora

Stocche Forbes comenta que apesar de existir um capítulo dedicado à operadora hoteleira na Minuta, não há um destinado à incorporadora, sendo que alguns dispositivos do Capítulo IV poderiam ser aplicáveis também às sociedades incorporadoras.

A CVM não considerou o comentário pertinente, uma vez que a norma trata minuciosamente do papel do ofertante, que, normalmente, é a sociedade incorporadora.

10.3. Possibilidade de criação de procedimento para registro provisório de CIC hoteleiro

Navarro e SIDUSCON propõem a adoção de um período de “pré-lançamento” em que é dada ciência aos investidores sobre um novo empreendimento a ser lançado em breve em certa localização após o cumprimento das exigências legais. Segundo o participante, este é um período de teste, importante para que empreendedores avaliem o “*apetite do mercado para determinado tipo de produto*”, e evitem o lançamento de hotéis “*fadados ao insucesso de vendas*”.

O cumprimento de todos os requisitos da instrução e deixar o pré-lançamento apenas para depois do registro na CVM implicaria em custos desnecessários e potenciais prejuízos no entender dos proponentes. Ademais, esta prática, segundo os participantes, é aceita no regime da Lei das Incorporações desde que não haja comercialização antes do registro do memorial de incorporação.

O SINDUSCON sugere que, caso a sugestão seja aceita, os ofertantes devam cumprir com requisito de inclusão da informação de que se trata de uma “*prospecção preliminar sujeita à aprovação da CVM*” em todos os materiais informativos utilizados.

Navarro sugere ainda que se balize a adoção do regime de registro provisório no regime registrário dos Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI, que inclui a possibilidade de registro provisório, caso em que possível inclusive a venda dos certificados apenas com o registro provisório.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Negrão Ferrari propõe a previsão regulamentar de uso de um prospecto preliminar, da divulgação de um aviso ao mercado e do recebimento de reservas após o protocolo do pedido de registro de oferta pública de distribuição, porém, antes da concessão deste. O participante considera que os ofertantes deveriam poder realizar atos de distribuição inerentes ao prospecto preliminar, aviso de mercado e pedido de reserva, conforme previstos na Instrução CVM nº 400, de 2004, de maneira isonômica com o tratamento oferecido a outros ofertantes do mercado de valores mobiliários.

Tauil & Chequer e LCCF também chamam a atenção para este ponto, conforme mencionado no item 6.3.2.

A CVM entende que o regime de oferta prevista na norma é suficientemente flexível, prevendo a possibilidade de a oferta iniciar-se antes de registrado o memorial de incorporação, de modo a permitir, inclusive, o período de “pré-lançamento”.

10.4. Oferta pública secundária de distribuição de CIC hoteleiro

Negrão Ferrari vislumbra a possibilidade da ocorrência de oferta pública secundária de CIC hoteleiro dado o número reduzido de unidades que podem ser ofertadas mediante dispensa automática de registro de oferta. O participante cita também o art. 47 da Instrução CVM nº 400, de 2004. Na hipótese de uma oferta secundária, Negrão Ferrari sugere que exista previsão regulamentar prevendo que os ofertantes primários e a respectiva operadora do empreendimento tenham o dever de fornecer ao ofertante secundário as informações e documentos necessários para a elaboração do prospecto e demais informações solicitadas pela CVM.

Na redação proposta pelo participante os *“ofertantes da oferta pública primária e a respectiva sociedade operadora do empreendimento imobiliário serão ressarcidos por todos os custos que incorrer na coleta, elaboração, preparação e entrega de informações ou documentos adicionais àqueles que periodicamente já estaria a fornecer ao mercado”*.

Em razão da remodelagem das hipóteses de dispensa automática de registro, exposta no item 8.1. acima, tais comentários restaram superados.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

10.5. Substituição da sociedade operadora (Capítulo IV)

Antonio Correa sugere que a norma admita a hipótese de substituição da sociedade operadora, sendo que, se o operador hoteleiro não for ofertante, o texto poderia ser claro sobre a possibilidade de substituição a qualquer tempo. O participante teme “*o engessamento do negócio em benefício do operador que, muitas vezes, não faz nenhum investimento no negócio*”.

A CVM esclarece que não há óbice à substituição da sociedade operadora, muito embora tal fato possa configurar modificação da oferta, caso ocorra enquanto em curso oferta pública. A CVM, contudo, não considerou necessário tratar essa questão na norma.

10.6. Aquisição de CIC hoteleiro por parte de fundos de investimento

Velloza & Giroto solicitam a posição da CVM a respeito da hipótese de fundos de investimento constituídos em conformidade com a Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014, adquirirem CIC hoteleiro, e se não haveria limites para tal aplicação dado o fato que o CIC hoteleiro será um valor mobiliário objeto de oferta pública registrada na Comissão, conforme o art. 103, inc. III daquela Instrução.

A CVM esclarece que os fundos de investimento regidos pela Instrução CVM nº 555, de 2014, somente poderiam adquirir CIC hoteleiro caso estes sejam depositados em depósito central ou custodiados.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

11. Proposta definitiva de Instrução

A proposta definitiva de instrução, incorporando as sugestões acatadas, segue em anexo ao presente relatório.

Rio de Janeiro, 27 de agosto de 2018.

(Original assinado por)

PABLO WALDEMAR RENTERIA

Diretor

ANTONIO CARLOS BERWANGER

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado