

# InnVestidor

Associação Brasileira de Investidores de Condo-Hotel

São Paulo, 06 de fevereiro de 2017.

## **CVM - Comissão de Valores Mobiliários**

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado  
Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar  
Rio de Janeiro / RJ  
CEP: 20.050-901

Ref.: Audiência Pública SDM 08/16 – CIC Hoteleiro

Prezados senhores,

Vimos respeitosamente à presença de V. Senhorias apresentar nossos comentários à minuta de Instrução Normativa que se encontra em Audiência Pública.

Cumprindo nosso papel, buscamos de forma objetiva elencar aspectos relevantes pela perspectiva dos investidores.

A InnVestidor – Associação Brasileira de Investidores de Condo-Hotel é uma organização sem fins lucrativos, devidamente constituída de acordo com as leis brasileiras, que tem por objetivo representar os interesses dos investidores de Condo-Hotel, mediante promoção de desenvolvimento de mercado saudável.

Para isso colaboramos com a CVM oferecendo denúncias de ofertas irregulares de CIC Hoteleiro, oferecemos cursos a síndicos e membros de conselho, oferecemos assessoramento gratuito aos associados, bem como promovemos troca de experiências e conhecimentos entre os associados para evitar que erros cometidos sejam repetidos, como publicado em nosso web site: [www.innvestidor.com.br](http://www.innvestidor.com.br)

Colocamo-nos desde já à sua total disposição, agradecendo antecipadamente pela atenção.

Atenciosamente.



Mukesh Chandra  
Presidente



José Ernesto Marino Neto  
1º Vice Presidente Executivo



Camillo Aschar Netto  
2º Vice Presidente Executivo

**Comentários à minuta de Instrução Normativa da CVM sobre CIC Hoteleiro que se encontra em audiência pública**

Em apertada síntese, temos o seguinte:

**1. Definição de Ofertantes. Art. 2, II.**

Há casos nos quais o Asset Manager Hoteleiro constitui uma SCP com os investidores, os quais cedem ao Asset Manager os direitos de uso ou usufruto de suas unidades autônomas e frações ideais, sendo missão do Asset Manager realizar a gestão do ativo imobiliário locando-o à operador hoteleiro.

Há casos nos quais o Asset Manager é Procurador do Empreendedor, contrata arrendamento do hotel junto à companhia hoteleira e o Empreendedor é substituído pelos investidores, proprietários das unidades autônomas.

Nesses casos, o texto da instrução coloca/equipara o Asset Manager na condição de Ofertante, recaindo sobre suas costas todas as responsabilidades como co-ofertante.

É necessário que haja uma clara distinção de responsabilidades entre o incorporador imobiliário e o Asset Manager, já que suas funções e obrigações para com os investidores são distintas e não complementares. O incorporador imobiliário é o responsável pela entrega do empreendimento pronto e apto a ser operado como hotel e o Asset Manager é o representante dos investidores que tem por missão assegurar que o hotel está sendo bem operado, que as obrigações perante a operadora estão em dia e que o ativo físico está bem mantido e atualizado.

Nesse sentido fazemos a seguinte sugestão:

***II – São “Ofertantes” a sociedade operadora do empreendimento, a sociedade incorporadora e qualquer outra pessoa que assuma direitos e obrigações perante os investidores, nos termos do CIC hoteleiro, respeitando-se a atribuição e responsabilidade pactuada entre os Ofertantes que estejam claramente identificadas e separadas no Prospecto.***

# InnVestidor

Associação Brasileira de Investidores de Condo-Hotel

## **2. Público Destinado pela Oferta. Art. 5**

Além do investidor qualificado, há que se definir o investidor credenciado baseado nos diversos perfis a serem observados.

O investidor tradicional de Condo-Hotel é aquele que não confia no investimento em papel. Aprecia ter a escritura imobiliária. Deseja ter um ativo de base imobiliária de pequeno valor, que lhe retorne renda mensal e que apresente mercado secundário para lhe dar liquidez. Geralmente possui uma unidade autônoma de Condo-Hotel como diversificação de investimento. Também enquadre-se nesse perfil o dono de sala comercial e de apartamento residencial compacto destinados ao mesmo uso, qual seja, renda mensal.

Há também os que preferem apenas Condo-Hotel e têm várias unidades autônomas em diversos Condo-Hotéis. Usualmente investem em empreendimentos localizados em sua cidade natal, pois conhecem o risco comunitário, político e ainda podem visitar o local com assiduidade para ver o movimento e o estado de conservação do imóvel.

Raros são os investidores profissionais como fundos de investimento. Mas há vários Fundos de Investimento Imobiliário que investem em Condo-Hotéis. Pode-se citar o FII BR Hotéis, o FII HotelMaxinvest, o FII da Vista Real Estate, entre outros.

São mais de 100.000 investidores em todo o Brasil que detém ativos que valem mais de R\$ 50 bilhões, segundo a BSH International.

Apenas nos anos de 2014, 2015 e 2016, período de recessão econômica, a CVM dispensou de registro ofertas públicas de cerca de R\$ 5 bilhões.

A minuta indica nos itens II e III duas definições de investidor credenciado, sobre as quais passamos a comentar.

Respeitosamente, discordamos da exigência imposta à Pessoas Jurídicas de possuírem patrimônio superior à R\$ 1 milhão.

Traçando um rápido paralelo à Teoria da Empresa adotada no Brasil, pela qual se pautam os mais diversos doutrinadores legais tais como Ricardo Negrão, Waldomiro Bulgarelli, Fabio Ulhoa, dentre outros, observamos que por definição empresa é toda a atividade econômica organizada, própria do empresário ou da sociedade empresária. Para seu exercício, indispensável a figura do empresário, o qual exerce em caráter profissional, as atividades fins da sociedade empresária (pessoa jurídica).

O Jurista e doutrinador Fran Martins destaca em seus ensinamentos (Curso de Direito Comercial, p.65), serem os comerciantes (seja de bens ou serviços) de fato empresários,

# InnVestidor

Associação Brasileira de Investidores de Condo-Hotel

destacando-se aqui alguns dos conceitos básicos relacionados à nossa discordância acima manifestada:

Profissionalismo: empresário deve exercer sua atividade de forma habitual, **sendo o detentor das informações de seus produtos e dos riscos;**

Atividade Econômica: o exercício do objeto social da empresa com base na busca do lucro;

O que buscamos aqui argumentar é que a Pessoa Jurídica ao ser constituída e exercendo suas atividades pelo seu empresário, é um comerciante, conhecedor dos riscos inerentes à sua consecução. Se é objeto da sociedade empresária (pessoa jurídica) o investimento imobiliário de forma geral ou participação em negócios ou participação em outras empresas, acreditamos que seja suficiente para declarar seu conhecimento aos riscos tornando desnecessário exigência de patrimônio mínimo.

Assim sugerimos a seguinte redação:

***II – às pessoas jurídicas, independente de seu capital social, e que, adicionalmente, subscrevam o termo previsto no Anexo 5; ou***

Estamos de acordo com o credenciamento do investidor de Condo-Hotel.

***III – às pessoas naturais que possuam, ao menos, um investimento em CIC cujo empreendimento hoteleiro esteja em operação por prazo superior a um ano e que, adicionalmente, subscrevam o termo previsto no Anexo 5; ou***

Acreditamos que o investidor credenciado, para receber a oferta de CIC hoteleiro, também deva ter outras definições.

Há muitos casos observados no mercado nos quais pais adquirem para filhos ou filhos para pais, já que a unidade autônoma de Condo-Hotel é considerada como investimento de base imobiliária que oferece rendimento mensal e muitos usam como instrumento de pensão.

Sugestão:

***IV – às pessoas naturais, Descendentes ou Ascendentes às quais, ainda que não sendo investidores credenciados originais, à estes se equiparem quando receberem em doação CIC Hoteleiro de investidor qualificado, comprovada relação de parentesco como ascendente ou descendente e que, adicionalmente, , subscrevam o termo previsto no Anexo 5;***

# InnVestidor

Associação Brasileira de Investidores de Condo-Hotel

A inserção de exigibilidade de patrimônio mínimo às pessoas naturais, estabelecendo o valor de R\$ 1 milhão, não nos parece adequado. O Brasil é um país de extensões continentais e com variações enormes de custos e precificação de produtos. Há produtos que variam o preço em 100% apenas entre capitais do sudeste e do sul como São Paulo e Curitiba. Por que não se falar das variações que se encontram entre capitais e cidades secundárias e terciárias de várias regiões do país?

A exigência de patrimônio mínimo de R\$ 1 milhão é um limitador ao mercado e não auxilia a CVM na sua missão de propugnar pelo desenvolvimento do mercado.

Acreditamos que a forma de se permitir a evolução sadia do mercado é a adoção de mecanismo que possa revelar as discrepâncias entre mercados e permitir que eles existam.

Acreditamos que deveria haver uma proporção entre o patrimônio do investidor e o valor da oferta, independente de se permitir a quem tiver patrimônio de R\$ 1 milhão de aceitar a oferta que quiser.

Portanto, sugerimos a seguinte redação:

***V – às pessoas naturais que possuam, ao menos, patrimônio de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) ou patrimônio equivalente ao dobro da oferta e que, adicionalmente, subscrevam o termo previsto no Anexo 5; ou***

Há também casos que gostaríamos de incentivar. Gostaríamos de ver mais companhias hoteleiras assumindo riscos operacionais, colocando seus capitais na operação e se alinhando com interesses dos investidores.

Nesse sentido acreditamos que a oferta que elimine o risco de eventual aporte de recursos por parte dos investidores, assemelhando o investimento à ações de empresas abertas, mas com a segurança do patrimônio imobiliário ao investidor, deve ter tratamento distinto.

Nas ofertas que os operadores hoteleiros assegurem inexistência de “cash call” por período longo, mais do que suficiente para a maturidade da operação, ou seja cinco anos, não deveria haver a exigência de investidor credenciado.

Portanto, sugerimos o seguinte, em dois formatos, à vossa escolha:

***VI – às pessoas naturais que aceitem Oferta de CIC Hoteleiro que garanta aos investidores que não haverá risco de aporte adicional de capitais por período de, no mínimo, cinco anos a partir da abertura do empreendimento hoteleiro;***

# InnVestidor

Associação Brasileira de Investidores de Condo-Hotel

Alternativamente:

***Parágrafo único: ficam dispensadas as exigências trazidas no item “V” acima os CIC Hoteleiros que tragam em suas ofertas a expressa e irretroatável garantia por parte dos Ofertantes em assumir única e exclusivamente a responsabilidade de efetuar quaisquer aportes adicionais de capital que se façam necessários no período mínimo de 05 (cinco) anos contados da abertura do empreendimento hoteleiro.***

### **3. Seção II – Registro da Oferta**

#### **a) O Permutante**

Observamos que não fora incluído na pretendida regulamentação uma das espécies de participante extremamente relevante e presente na maioria dos lançamentos imobiliários: o Participante Permutante.

Ainda que no passado, quando o Brasil gozava de classificação de risco “Investment Grade”, os recursos abundavam no mercado imobiliário. Mas a verdade é que a velha prática de adquirir terrenos mediante pagamento em permuta com unidades no local retomou relevância no mercado.

Dessa forma é possível prever que haja um investidor, o permutante, que nasça com a titularidade de uma parcela relevante das unidades.

Temos notícia de que o percentual de permuta varia de acordo com a relevância do local. Por exemplo, o Fasano Rio de Janeiro, que é um dos Condo-Hotéis mais valorizados do país, teve negociação de permuta de 50% das unidades autônomas pelo terreno. Há negócios, em cidades secundárias e terciárias, que giram em torno de 10% das unidades autônomas.

Portanto, o permutante, que muitas vezes vende suas unidades junto com o incorporador imobiliário, e outras vezes guarda momento mais oportuno para colocá-las no mercado, deveria ser beneficiário do registro da Oferta, permitindo-lhe alienar (ou ofertar) a quantidade que lhe agradasse, durante a oferta, sem a necessidade de ser considerado Ofertante. Nesse caso os corretores imobiliários deveriam ser os escolhidos pelo Ofertante incorporador imobiliário, já que este é o responsável pela colocação do investimento no mercado.

O Permutante estaria dentro do guarda-chuva do incorporador imobiliário com a permissão de alienar suas unidades através do registro da oferta realizado pelo incorporador imobiliário.

# InnVestidor

Associação Brasileira de Investidores de Condo-Hotel

## **b) Mitigação de Risco de Viabilização Física para o Investidor**

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.

Mitigação de Risco de Viabilização Física se dá com instrumentos que permitam fazer com que o empreendimento fique edificado nas especificações e no prazo estabelecido. Os instrumentos mais utilizados são cartas de fiança bancária e seguros.

O mais adequado é o seguro garantia em modalidade de obra completa. Cada vez mais os permutantes exigem dos incorporadores esse seguro para se assegurarem de que seu terreno não ficará preso com uma obra inacabada.

Muitos incorporadores e construtores reclamam do custo desse seguro, mas a verdade é que as seguradoras emitem as apólices apenas quando estão confiantes de que o risco está mitigado ou bastante minimizado. E para isso exigem projetos executivos completos, especificações completas e precificação completa. Se os incorporadores imobiliários e construtores trilhaassem esse caminho usualmente haveria desvios muito pequenos de custos e controle maior dos negócios.

Os investidores merecem que esse tipo de risco seja mitigado, já que há no mercado instrumento largamente utilizado mundo afora e que, localmente, está sendo exigido de forma rotineira pelos permutantes.

Consideramos absolutamente essencial que o Ofertante incorporador imobiliário apresente e instrua o CIC com a apólice de seguro de “completion bond” ou seguro garantia na modalidade de obra completa.

## **c) Dispensa para Pequenas Ofertas**

O processo de registro traz vários custos ao Ofertante do CIC Hoteleiro, sendo que a taxa de registro na CVM é elevada.

Propomos que as pequenas ofertas tenham tratamento diferenciado. Propomos que seja dispensada de registro toda oferta que a taxa da CVM venha a equivaler mais de 0,2% da Oferta.

Nesses casos haveria regime de dispensa similar ao estabelecido na Deliberação 734, a ser estabelecido em Capítulo apropriado na mesma Instrução.

# InnVestidor

Associação Brasileira de Investidores de Condo-Hotel

## **4. Seção III – Distribuição**

Elogiamos 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.

### **a) Sociedade Corretora**

Não obstante isso, acreditamos que a sociedade incorporadora deveria trabalhar com contrato público de corretagem, tais como disponibilizadas no web site da oferta, abordando de forma clara e de fácil compreensão todas as responsabilidades contraídas pelos corretores, as quais a CVM muitas vezes imputa às sociedades incorporadoras quando tratar-se de vendas diretas.

Caso a sociedade incorporadora entregue exclusividade à alguma sociedade corretora, a informação deve ser compartilhada no CIC. Caso a sociedade incorporadora não entregue exclusividade à ninguém e coloque-se aberta a trabalhar com qualquer corretor isso deve estar explícito no CIC e no contrato público de corretagem. Caso a sociedade não entregue exclusividade a qualquer sociedade corretora, mas restrinja o grupo de corretores contratados para a oferta, a sociedade incorporadora deveria informar as sociedades corretoras e/ou os corretores autorizados através da rede mundial de computadores, junto com o CIC.

Entendemos 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.

### **b) Atualização Semestral**

Relativamente ao disposto no art. 17, item IV, entendemos ser suficiente a aplicação da regra geral adotada pela CVM na Deliberação 734, qual seja, atualização anual dos estudos de viabilidade econômica. Ao nosso ver, seria demasiado e oneroso exigir atualização de estudos de viabilidade em bases semestrais. O fato do país passar por período de anormalidade econômica e política, modificando mercados com rapidez, não deve ser impulsionador para essa exigência.

Temos que as alterações de cenários econômicos não devem ocorrer, no futuro, de forma tão drástica quando experimentamos ao longo dos últimos três anos. Assim, recomendamos que a atualização dos estudos de viabilidade ocorra anualmente.

Relativamente aos outros documentos, razoável atualização semestral, caso necessário.



## **5. Seção V – Material Publicitário**

Acreditamos que o texto está bem colocado.

Respeitosamente, apenas divergimos da incerteza jurídica que pode causar a discricionariedade da CVM de desautorizar a veiculação de material anteriormente autorizado, como indicado no parágrafo 2º do art. 23.

Uma vez aprovado o texto, o mesmo somente poderia sofrer alguma restrição caso houvesse alteração material suficiente à descaracterizar os padrões previamente estabelecidos pela CVM (termos de oferta leve e moderada).

Sendo dispensada à aprovação prévia, não poderá a CVM intervir enquanto durar a oferta, devendo nesses casos o Ofertante assumir o compromisso de observar os critérios adotados pela CVM, sob pena de multa.

## **6. CAPÍTULO III**

Art. 29 – Comentários: Entendemos 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.

Art. 30 – Comentários: tendo em vista que os empreendimentos podem variar de dimensão, afetando assim diretamente a proporção de relevância, sugerimos seja adotada a métrica percentual no lugar da quantitativa. Nessa linha, entendemos ser razoável o limite de 5% (cinco por cento) para a revenda unidades autônomas, com um mínimo de 05 (cinco) unidades dependendo da proporção (fração ideal).

## **7. CAPÍTULO IV**

Art. 33 – Comentários: Entendemos que a publicidade das informações de viabilidade ou de resultados, caso o empreendimento esteja operando, deve ocorrer enquanto a oferta estiver aberta. Entendemos que após o encerramento da oferta os resultados do empreendimento dizem respeito exclusivamente aos seus sócios, de forma que deveria desaparecer a obrigação de publicidade.

# InnVestidor

Associação Brasileira de Investidores de Condo-Hotel

Art. 34 – Comentários: Entendemos que o conceito introduzido aqui é inadequado. Os investidores costumam votar por qualquer corte de custos admitindo que o corte de custos representará necessariamente aumento de resultados. A auditoria é uma das ferramentas necessárias que participa do processo de controle dos negócios. Basta um prenúncio de crise que os investidores votam por qualquer redução de custos. Mas, nesse caso, a auditoria é um elemento essencial para proteção dos interesses dos investidores.

\*\*\*\*\*