

São Paulo, 8 de fevereiro de 2017

À

Comissão de Valores Mobiliários – CVM

Rua Sete de Setembro, n.º 111 / 23º Andar
Centro – Rio de Janeiro/RJ
CEP 20050-901

At.: **SUPERINTENDÊNCIA DE DESENVOLVIMENTO DE MERCADO - SDM**

Sr. Antonio Carlos Berwanger

(Via e-mail: audpublicaSDM0816@cvm.gov.br)

Ref.: *Edital de Audiência Pública SDM nº 08/2016 - Comentários e Sugestões*

Prezados Senhores,

Servimo-nos da presente para apresentar nossos comentários e sugestões ao Edital de Audiência Pública SDM nº 08/2016 ("Edital"), nos termos de seu item 4 e da PORTARIA/CVM/PTE/Nº 170 de 16 de outubro de 2014.

A. INTRODUÇÃO

A Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da Comissão de Valores Mobiliários ("SDM" e "CVM", respectivamente) submeteu à audiência pública, nos termos do art. 8º, §3º, I, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, minuta de instrução dispendo sobre a oferta pública de distribuição de contratos de investimento coletivo hoteleiro – CIC hoteleiro. Referida instrução afastaria a incidência da Instrução CVM nº 400, de 2003 e da Deliberação CVM nº 734, de 17 de março de 2015 ("Edital" e "Minuta da Instrução" ou "Norma").

Neste sentido, conforme estabelecido no art. 11º da PORTARIA/CVM/PTE/Nº 170 de 16 de outubro de 2014, a CVM abriu prazo para encaminhamento das manifestações dos participantes do mercado de capitais brasileiro, nos termos do item 4 do Edital, a ser encerrado na presente data.

B. SUGESTÕES E COMENTÁRIOS À INSTRUÇÃO

Considerando as informações dispostas acima, TozziniFreire Advogados apresenta abaixo os comentários à Minuta da Instrução, devidamente fundamentados, acompanhados por sugestões para a alteração do texto normativo em marcas de revisão.

Antes de mais nada, gostaríamos de parabenizar a CVM pela iniciativa de estudar, entender e regular a oferta pública de distribuição de contratos de investimento coletivo hoteleiro – CIC hoteleiro.

Como registro histórico, vela mencionar que a estruturação de parte significativa do parque hoteleiro brasileiro ao longo dos anos foi viabilizada pela criatividade dos empreendedores imobiliários e operadores hoteleiros que se utilizaram de institutos comerciais e jurídicos próprios do setor imobiliário para obtenção de *funding*, execução e vendas de empreendimentos, inicialmente no modelo de flat e já há alguns anos no modelo de condo-hotel.

Registre-se, por oportuno, que, atualmente, o Brasil possui apenas 2,5 quartos de hotel disponíveis para cada 1.000 habitantes enquanto países como China há 4, Alemanha e França, aproximadamente 12, e Estados Unidos e Itália, mais de 20. O desenvolvimento de condo-hotéis resultou em, aproximadamente 100 mil quartos em todo o país, sendo 30 mil somente em São Paulo. Número muito inferior à necessidade efetiva do Brasil, que se utilizou desse modelo em razão da inexistência de outras formas de financiamento para a expansão da capacidade hoteleira.

Assim sendo, é fundamental que ao disciplinar juridicamente esse mercado o regulador tenha o cuidado em estabelecer normas que ao mesmo tempo garantam a adequada proteção do mercado de capitais e de seus investidores e contribuam para o desenvolvimento contínuo do setor hoteleiro brasileiro, estimulando a ação empreendedora de incorporadores imobiliários e operadores hoteleiros.

A estruturação de empreendimentos condo-hoteleiros na forma de uma incorporação imobiliária sempre esteve sujeita aos ditames da Lei nº 4.591/64 ("Lei de Incorporações"), da Lei nº 8.078/1990 ("Código de Defesa do Consumidor") e da Lei nº 6.015/1973 ("Lei de Registros Públicos" e em conjunto com as demais Leis mencionadas acima "Normas de Incorporação"). A sujeição dos empreendimentos às Normas de Incorporação confere isenção e segurança aos compromissários compradores das unidades autônomas quanto à (i) higidez econômico-financeira dos empreendimentos, (ii) viabilidade técnica e jurídica da consecução das obras e transferência e fruição da propriedade das unidades autônomas e da (iii) destinação dos imóveis e readequação da sua utilização ao longo do tempo.

A sujeição de tais empreendimentos às Normas de Incorporação garante também (i) a limitação legal dos entes legitimados a incorporar, o que restringe a ação de especuladores, (ii) a realização de projetos por meio de sociedades de propósito específico segrega o risco entre os diferentes projetos do mesmo incorporador, (iii) a existência de registros imobiliários autônomos garante aos compradores a individualização do seu patrimônio e (iv) o poder soberano atribuído à assembleia de condôminos edilícios sobre a universalidade de unidades autônomas permite a fiscalização efetiva da utilização do imóvel pelo operador hoteleiro ou até a sua eventual destituição da posse e administração ou mesmo mudança da destinação dado ao ativo imobiliário.

Desde a emissão de cartas-alertas em 2013, os empreendimentos do tipo "condo-hotel" vêm sendo acompanhados pela CVM, pois, dependendo das características do produto final oferecido aos clientes, bem como a forma de comercialização das unidades imobiliárias, considera-se a operação como uma oferta de contrato de investimento coletivo, conforme definido no inciso IX, do artigo 2º da Lei n.º 6.385/76.

A saudável interação entre o mercado e o órgão regulador resultou na submissão de projetos de condo-hotel ao crivo da CVM a partir de 2014, sendo a aprovação do pedido de dispensa nº CVM nº RJ-2014-6342, apresentado por SPE STX 25 DESENVOLVIMENTO IMOBILIÁRIO S/A, considerado como *leading case* em que a CVM (i) reconheceu as particularidades dos empreendimentos estruturados em conformidade com a Lei nº 4.591/64 e (ii) aplicou o procedimento mais célere de dispensa de registro de oferta de valor mobiliário e (iii) estabeleceu preliminarmente os parâmetros regulatórios para aprovação de pedidos de dispensa de registro de empreendimentos dessa categoria.

A partir da aprovação do caso acima mencionado e subsequentemente de um número considerável de projetos semelhantes, a CVM editou a Deliberação nº 734/2015 que

representou importante marco regulatório ao formalizar de maneira detalhada os critérios objetivos para dispensa de pedido de registro de empreendimentos estruturados em conformidade com a Lei nº 4.591/64.

Ressalte-se que a ação da CVM aperfeiçoou significativamente as práticas de mercado ao sinalizar aos seus *players* que somente seriam admitidos projetos elaborados em conformidade com as regras que disciplinam o mercado de capitais brasileiro, a fim de assegurar a proteção dos investidores. Dentre os diversos efeitos positivos da ação da CVM destaca-se a garantia de maior transparência, serenidade e moderação ao material jurídico, comercial e publicitário dos projetos.

Ao lado disso, o rito estabelecido pela Deliberação nº 734/2015 garantiu celeridade na análise e aprovação de pedidos de dispensa de registro, tendo sido aprovados até o momento mais de 60 projetos.

Neste contexto, a mudança do marco regulatório refletida na Minuta de Instrução representa evolução dos parâmetros sintetizados acima, que parece buscar aproximar a disciplina dos CIC hoteleiros de padrões regulatórios mais rigorosos, aplicados atualmente a diversos valores mobiliários negociados no mercado de capitais brasileiro.

A principal alteração proposta é, sem dúvida, a instituição de regime de registro de oferta de condo-hotéis, que terá como principal efeito permitir à CVM realizar análises mais aprofundadas dos projetos e conferir aos investidores maior acesso à informação. Ao lado disso, a CVM de maneira feliz dispensou a contratação de instituição intermediária integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários.

Inobstante os inegáveis méritos da proposta refletida no Edital, é importante sopesar os efeitos favoráveis e desfavoráveis da instituição de regime de registro de oferta de CIC hoteleiro tendo em vista (i) as particularidades do setor imobiliário, especialmente do setor hoteleiro, (ii) a pequena escala de grande parte dos projetos em comparação com outros produtos de outros setores, (iii) a diversidade dos projetos e das condições socioeconômicas nas diferentes regiões geográficas do país, (iv) 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.

Caso a conclusão criteriosa desta D. CVM, com base no conjunto de contribuições ao Edital, especialmente a partir de análise de dados concretos de mercado, seja no sentido de que, não obstante as virtudes do novo regime, seu efeito líquido será negativo para o desenvolvimento do mercado, proteção dos investidores e promoção da segurança jurídica, poder-se-ia considerar (i) a manutenção do marco regulatório previsto na Deliberação nº 734/2015, notadamente do regime menos oneroso de dispensa de registro ou (ii) a adoção de regime de dispensa automática de registro para todos os empreendimentos estruturados em conformidade com a Lei nº 4.591/64, sem prejuízo do aperfeiçoamento, em qualquer caso, da referida deliberação.

Isso porque, 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.

Ressalta-se que não se está por meio da presente manifestação afirmando que a instituição de regime de registro de oferta produzirá necessariamente efeitos líquidos negativos. Caso a conclusão seja pela conveniência da criação de tal regime, ainda assim entendemos que poderiam ser aperfeiçoados os parâmetros regulatórios de forma a garantir o adequado desenvolvimento do mercado, proteção dos investidores e promoção da segurança jurídica.

Assim sendo, passamos então a destacar os pontos que, na nossa opinião, merecem alguma consideração adicional por parte desta D. Autarquia:

1. Comentários ao “Capítulo II – Distribuição Pública”

1.1. Registro da Oferta

- Dispositivo: Artigo 6º.
- Sugestão de alteração da norma: “O pedido de dispensa de registro de oferta pública de distribuição de CIC hoteleiro deve ser requerido pelos Ofertantes, em conjunto, à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE”.

Justificativa: A principal alteração proposta pelo Edital é, sem dúvida, a instituição de regime de registro de oferta de condo-hotéis, que terá como principal efeito permitir à CVM realizar análises mais aprofundadas dos projetos e conferir aos investidores maior acesso à informação.

Inobstante os inegáveis méritos da proposta regulatória refletida no Edital, é importante sopesar os efeitos favoráveis e desfavoráveis da instituição de regime de registro de oferta de CIC hoteleiro tendo em vista (i) as particularidades do setor imobiliário, especialmente do setor hoteleiro, (ii) a pequena escala de grande parte dos projetos em comparação com outros produtos de outros setores, (iii) a diversidade dos projetos e das condições socioeconômicas nas diferentes regiões geográficas do país, (iv) 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. Caso a conclusão criteriosa desta D. CVM, com base no conjunto de contribuições ao Edital, especialmente a partir de análise de dados concretos de mercado, seja no sentido de que, não obstante as virtudes do novo regime, seu efeito líquido será negativo para o desenvolvimento do mercado, proteção dos investidores e promoção da segurança jurídica, poder-se-ia considerar a manutenção do regime menos oneroso de dispensa de registro. Isso porque, 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.

- Observações Adicionais: A previsão de regime de dispensa de registro ensejará a adoção do uso do termo em outros pontos da minuta, assim como ajustes adicionais para adequar à norma a tal regime.

1.2. Atualização do Prospecto e Estudo de Viabilidade

- Dispositivo: Artigo 17, inciso IV.
- Sugestão de alteração da norma: "IV – atualizar, sempre que houver alterações relevantes nas circunstâncias fáticas da oferta semestralmente, a partir do registro da oferta, os documentos referidos no art. 7º, incisos I, II, e V, colocando a respectiva atualização à disposição do público em página na rede mundial de computadores"
- Justificativa: São inegáveis os benefícios da exigência de apresentação de prospecto da oferta e estudo de viabilidade econômica atualizados. No entanto, é igualmente importante considerar os custos e demais dificuldades associadas à atualização, que, a depender da escala do projeto, podem ser substanciais. Dito isso, ao invés de fixar uma periodicidade rígida para atualização de tais documentos, nos parece mais adequada a concessão de autonomia aos ofertantes para atualizar tais documentos sempre que houver alterações relevantes nas

circunstâncias fáticas da oferta. Isso tornaria as ofertas mais eficientes e menos onerosas ao afastar a exigência automática de atualização. Essa mudança colocaria tal exigência em linha com a postura adotada em relação à verificação de conformidade do material publicitário que foi deixada na atual da Minuta da Instrução, em sua Seção VI, a cargo dos ofertantes. Ressalte-se que o órgão regulador poderá, em todos os casos, acompanhar o cumprimento de tal obrigação e tomar as providências necessárias para corrigir e punir desvios.

1.3. Informações Adicionais sobre a Oferta

- Dispositivo: Artigo 19, §2º.
- Sugestão de alteração da norma: “§ 2º A SRE pode exigir dos Ofertantes as informações adicionais que julgar adequadas, além de advertências e considerações que entender cabíveis para a análise e compreensão do Prospecto e do Estudo de Viabilidade pelos investidores, limitando-se às exigências e especificações constantes dos Anexos 7-I e 7-II”
- Justificativa: É importante que esteja definido de forma clara e objetiva quais são os parâmetros que deverão guiar a análise e formulação de exigências por parte do órgão regulador de documentos e informações adicionais, assim como na formulação de advertências e considerações para a análise e compreensão do Prospecto e do Estudo de Viabilidade. Entendemos, assim, que o órgão regulador deverá se guiar, e ao mesmo tempo estar limitado, 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.

1.4. Modificação do Valor de Oferta

- Dispositivo: Artigo 24, §6º.
- Sugestão de alteração da norma: “§ 6º Não se sujeitam ao disposto neste artigo a modificação, ao longo da distribuição pública, do preço do CIC hoteleiro, ~~em razão da alteração das condições de mercado ou da diversidade de condições de pagamento, bem como em virtude da atualização das informações constantes do Prospecto e do Estudo de Viabilidade Econômica.~~”
- Justificativa: O CIC hoteleiro tem características próprias dos produtos imobiliários que os diferencia substancialmente da maioria dos produtos oferecidos no mercado de capitais. Dentre tais diferenças, destaca-se a dinâmica de aferição dos preços dos produtos hoteleiros que,

assim como os demais produtos imobiliários, estão sujeitos a variações constantes de mercado, incluindo aquelas decorrentes do calendário de investimentos próprio de incorporações imobiliárias e de negociações de preço e de condições de pagamento com os compradores de unidades autônomas. Nessas circunstâncias, a imposição de obrigação de manutenção do preço e das condições de pagamento das unidades autônomas durante todo o período de oferta do CIC hoteleiro ou mesmo a exigência de solicitação de autorização do órgão regulador a cada alteração negocial nos parece contrariar a dinâmica de mercado, o que poderia dificultar a formulação de projetos viáveis e engessar as negociações, podendo causar, em várias ocasiões, prejuízos aos compradores, que se veriam privados de condições mais vantajosas. Sugerimos, portanto, que a redação do dispositivo normativo seja ajustada para deixar claro que o preço e as condições de pagamento dos CIC hoteleiro podem ser livremente alteradas.

1.5. Aprovação dos Materiais Publicitários

- Dispositivo: Artigos 22 e 23.
- Sugestão de alteração da norma: “Art. 23, § 1º Se assim quiserem, os ofertantes podem submeter, uma única vez, o material publicitário que pretendem utilizar na oferta à aprovação da SRE, em momento posterior ou concomitantemente ao pedido de registro da oferta”; e adicionar parágrafo ao Art. 22, indicando especificações de formatação e fonte para elaboração do material publicitário.
- Justificativa: Em diversas hipóteses o material publicitário se encontra em processo de elaboração de forma concomitante ao processamento do pedido de registro ou dispensa de registro. Assim sendo, nos parece mais adequado que a hipótese de exame de tal material pela CVM possa ocorrer após o deferimento do pedido de registro de oferta, mantida a limitação a uma única análise pelo órgão regulador. Além disso, é importante que esteja definido de forma clara e objetiva quais são os padrões de formatação e de fonte das ressalvas que deverão constar do material publicitário a fim de que conferir segurança e previsibilidade ao mercado.

2. Comentários ao “Capítulo III – Dispensa Automática do Registro de Distribuição”

2.1. Unidades de Estoque

- Dispositivo: Artigo 29.

- Sugestão de alteração da norma: "I – compreenda até ~~50%~~ 10% das unidades autônomas de empreendimento hoteleiro que já tenha sido objeto de distribuição pública registrada ou dispensada de registro pela CVM"; e exclusão do parágrafo primeiro (§1º) do Artigo 29".

Justificativa: Andou muito bem esta D. CVM ao estabelecer hipótese de dispensa automática de registro que permite a venda de estoque de unidades autônomas independentemente de novo registro de oferta. Considerando, no entanto, 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, entendemos que deveria ser elevado para 50% o percentual que enseja a dispensa automática de registro e que não deveria haver prazo para realização de tal venda após o encerramento da distribuição. Isso 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.

2.2. Unidades do Mercado Secundário

- Dispositivo: Artigo 30.

- Sugestão de alteração da norma: "Art. 30. Também se encontra automaticamente dispensada de registro a oferta pública de distribuição de CIC hoteleiro que corresponda à revenda de até 40% das unidades autônomas de empreendimento hoteleiro que já tenha sido objeto de distribuição pública registrada ou dispensada de registro pela CVM".

- Justificativa: Andou igualmente bem esta D. CVM ao estabelecer hipótese de dispensa automática de registro que permite a revenda de unidades autônomas independentemente de novo registro de oferta. Considerando, no entanto, que (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, entendemos que deveria ser de 40% o percentual das unidades autônomas de CIC hoteleiro que ensejará a dispensa automática de registro.

Esperamos com esse trabalho poder contribuir para o aperfeiçoamento do regime regulatório e colocamo-nos à disposição dessa D. Autarquia para quaisquer esclarecimentos que possam ser necessários.

Atenciosamente,

TozziniFreire Advogados