



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

VOTO

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº 19957.004122/2015-99

Reg. Col. 0050/2016

Interessados: Oliva Construções e Empreendimentos Imobiliários Ltda. e
Ich Administração Hoteleira S/A

Assunto: Recurso contra decisão da Superintendência de Registros de Valores Mobiliários – SRE no sentido de exigir da requerente o cumprimento do disposto nos artigos 20 e 27 da ICVM 400/03 como condição para a concessão de dispensa de registro de oferta pública de distribuição de contratos de investimento coletivo.

Diretor Relator: Gustavo Tavares Borba

RELATÓRIO

I - Do Objeto

1. Trata-se de recurso interposto por Oliva Construções e Empreendimentos Imobiliários LTDA. e Ich Administração Hoteleira S.A. (“Recorrentes”) em antecipação à eventual decisão da Superintendência de Registros de Valores Mobiliários – SRE de indeferimento de pedido de dispensa de registro de oferta pública de distribuição de contratos de investimento coletivo (“CICs”) referentes ao empreendimento hoteleiro Intercity São Leopoldo na cidade de São Leopoldo, RS (“Empreendimento”), por não atendimento à exigência de cumprimento ao disposto nos artigos 20 e 27 da ICVM 400/03[1], informada às Recorrentes por meio de ofício de 26/10/2015[2] (“Ofício”).

II - Dos Fatos

2. Em 25/09/2015, os Recorrentes protocolaram expediente solicitando (i) dispensa de registro e de requisitos para a realização de oferta pública de distribuição de CICs referentes ao Empreendimento (“Oferta”); e (ii) a aprovação dos materiais publicitários a serem utilizados na Oferta, com fundamento na Deliberação CVM 734/15[3].

3. Na minuta do “Prospecto Resumido da Oferta” havia a informação de que, de um total de 135 unidades autônomas do Empreendimento, 75 já haviam sido vendidas e 23 teriam sido permutadas pelo terreno no qual se localiza o empreendimento. Restariam, portanto, 37 CICs a serem distribuídas publicamente por meio da Oferta.

4. Com relação às 75 unidades já vendidas, a SRE considerou que teria havido uma oferta pública irregular e elaborou a exigência de que os ofertantes assumissem o compromisso de atender plenamente os requisitos previstos nos artigos 20 e 27 da ICVM 400/03 como condição para a concessão da dispensa de registro pleiteada.

5. Tal exigência seria no sentido de dar conhecimento aos adquirentes das 75 unidades já vendidas da suspensão e modificação da Oferta (em razão da incorporação dos novos documentos exigidos pela Deliberação 734/15), facultando-lhes a possibilidade de revogar a aceitação até o quinto dia útil posterior ao recebimento da comunicação do ofertante.

6. Em 22/12/2015, os ofertantes, em resposta ao Ofício, interpuseram o recurso de que trata este processo.

III - Das Alegações dos Recorrentes

7. Para os Recorrentes, a maioria das disposições da ICVM 400/03 teria aplicação para valores mobiliários que assemelhassem-se a produtos de investimento financeiro mais próprios, mesmo que CICs. Para novos produtos caracterizados como valor mobiliário por força do art. 2º, IX, da Lei nº 6.385/76 seria necessário a criação de um regime regulamentar próprio.

8. O comunicado divulgado em dezembro de 2013 (“Comunicado”)[4] seria a primeira manifestação da Autarquia no sentido de reconhecer sua competência para regulamentar as ofertas públicas de empreendimentos hoteleiros.

9. A CVM deveria considerar as características próprias desse tipo de investimento: i) tratar-se da aquisição de um bem móvel; ii) estar associado à propriedade de uma unidade imobiliária com garantias do regime jurídico de um condomínio edilício; e iii) o apelo imobiliário ser o diferencial do produto e fator determinante na decisão de investimento.

10. Após a Deliberação CVM 734/15, a área técnica estaria praticando o entendimento de que, nos casos de ofertas realizadas parcialmente que ocorreram, tanto antes quanto depois do reconhecimento da natureza dos condo-hotéis, sem a apresentação do pedido de dispensa, haveria o direito de retratação pelos adquirentes. Esse entendimento seria, na opinião dos Recorrentes, incorreto e indesejado.

11. Inicialmente, não haveria incidência do art. 20 da ICVM 400/03 porque não haveria ocorrido uma suspensão da oferta nos termos da norma. Além disso, o instituto da suspensão sempre teria sido aplicado pela CVM com cuidado por causa de suas graves consequências às ofertas.

12. Assim, considerar o comunicado ao mercado divulgado pela CVM em 12/2013 – contendo termos genéricos e sem referência a empreendimentos e ofertas específicos –, como suspensão geral e oponível a todos iria de encontro à postura tradicional da CVM para com esse instituto. Se o Comunicado tivesse o condão de resultar em suspensão automática das ofertas em curso à época deveria ter sido explícito nesse sentido e ter observado o disposto no art. 19, §3º, da ICVM 400/03[5], o que não ocorreu.

13. Também não se poderia falar em modificação da oferta, uma vez que, tanto na oferta realizada antes do pedido de dispensa de registro quanto na oferta submetida agora à CVM, tratar-se-ia de mesmo produto, ofertado sob as mesmas condições negociais.

14. Adiciona que, em razão da incidência *a posteriori* de regime mais rigoroso criado pela CVM, não se poderia concluir que haveria uma piora na situação do investidor que fosse capaz de justificar uma retratação.

15. A retratação do art. 27 da ICVM 400/03, por sua vez, pressuporia a ocorrência do disposto no art. 25 da mesma instrução[6], que trata das alterações das circunstâncias, da revogação e da modificação das ofertas públicas.

16. Assim, a retratação a que se refere a SRE não seria nem a do art. 20 nem a do art. 27 da ICVM 400/03. Seria uma inovação sem previsão expressa na regulamentação.

17. As Recorrentes argumentam ainda que não se pode deixar de levar em consideração que CICs no âmbito de empreendimentos hoteleiros envolvem a aquisição de unidades autônomas ou de direitos de natureza imobiliária (partes ideais de condomínios gerais sobre bens imóveis).

18. Assim, não se poderia ignorar a existência de regulamentação (com normas mais específicas e por vezes distintas) que regem as incorporações imobiliárias e os direitos e deveres do adquirente e da incorporadora. A Lei nº 4.591/64 (“Lei de Incorporações”) trataria do assunto e traria proteções e garantias aos adquirentes de unidades imobiliárias e aos incorporadores.

19. O art. 32, §2º da Lei de Incorporações determinaria que:

§2º Os contratos de compra e venda, promessa de venda, cessão ou promessa de cessão de unidades autônomas são irretroatáveis e, uma vez registrados, conferem direito real oponível a terceiros, atribuindo direito a adjudicação compulsória perante o incorporador ou a quem o suceder, inclusive na hipótese de insolvência posterior ao término da obra.

20. Cita ainda os artigos 34 e 36 da mesma lei[7], que tratam da possibilidade de o incorporador fixar um prazo de carência dentro do qual seria lícito desistir da incorporação.

21. Para os Recorrentes, a preocupação do legislador estaria relacionada à tutela das expectativas dos incorporadores e adquirentes, mas também à natureza do bem objeto da contratação: não haveria “*como construir ou entregar meio edifício, meio andar, ou meio condomínio. Ou o todo se mostra viável e os envolvidos devem dispor de meios jurídicos para exigir sua consecução ou não há possibilidade de levar o projeto adiante*”.

22. Por essa razão o art. 63 da Lei de Incorporações[8] reconheceria o direito do incorporador de rescindir o contrato na falta de pagamento por parte do adquirente, sob certas condições.

23. Alertam ainda para os “*efeitos colaterais*” da decisão da área técnica, que seriam:

i) a possibilidade de retratação colocaria em risco o próprio empreendimento. Pela sistemática da Lei de Incorporações, a “*venda de unidades, incorporação e construção esta[riam] naturalmente imbricadas*”;

ii) os agentes do mercado imobiliário não estariam acostumados à lógica da regulamentação do mercado de valores mobiliários; não estariam sujeitos a um regime regulatório claro definido pela CVM;

iii) pode ser que surjam outras situações que, na opinião da área técnica, ensejem o direito de retratação ora questionado; e

iv) criaria um “*estímulo perverso*” para os adquirentes, em função do momento econômico atual, pois muitos poderiam preferir dispor de liquidez e assim, encontrarem na medida proposta pela SRE uma oportunidade para se desvincularem de negócio irrevogável e irretatável, sem qualquer ônus ou penalidade. O exercício desse direito por muitos adquirentes poderia criar uma obrigação insuportável para os incorporadores, havendo impacto não só para estes, mas para os próprios empreendimentos.

24. Em resumo, segundo os Recorrentes, a exigência da área técnica i) ignoraria a dinâmica do mercado imobiliário, pois não seria uma venda de valor mobiliário puro; ii) ameaçaria a continuidade dos projetos em benefício da totalidade dos adquirentes, contrária à Lei de Incorporações; e iii) ignoraria que esta solução poderia criar estímulos para desvinculação dos adquirentes dos empreendimentos, “*em verdadeiro risco moral*”.

25. Por fim, sugerem proposta alternativa à concessão do direito de retratação. A premissa dessa proposta seria que não haveria diferenciação entre as ofertas iniciadas antes ou depois do Comunicado, independentemente de eventuais apurações de responsabilidade em cada caso concreto.

26. Observam que, mesmo após o reconhecimento pela CVM de que as ofertas de condo-hotéis seriam de valores mobiliários, não se poderia inferir que os agentes de mercado estariam agindo de maneira a fugir do regime, pelas seguintes razões:

i) os termos daquela decisão não seriam tão inequívocos;

ii) o setor ao qual se destinava o Comunicado não seria um típico interlocutor da CVM;

iii) a grande dispersão geográfica dos ofertantes;

iv) os ofertantes, “*em todos esses casos*”, teriam cessado em algum momento as ofertas irregulares, não raro sem provocação da CVM;

v) as primeiras decisões da CVM teriam demorado a aparecer, deixando o mercado sem referência por período relevante; e

vi) porque não haveria até o momento arcabouço normativo para esse tipo de oferta.

27. Assim, propõem a adoção de um procedimento que se destine a complementar o conjunto de informações recebidas pelos primeiros adquirentes (nos moldes das exigidas pela Deliberação CVM 734/2015 para a dispensa de registro), com tratamento pessoal a cada investidor, nos seguintes moldes:

i) envio de carta personalizada com aviso de recebimento explicando o reconhecimento dos CICs como valores mobiliários, a natureza e o papel de cada documento da oferta, as informações que

o adquirente passará a receber (informações financeiras) e os elementos de fiscalização e de acompanhamento que o adquirente dispõe, nos termos da Lei de Incorporações;

- ii) convidar o adquirente, por meio dessa carta, para reunião, a se realizar no máximo em 180 dias após a dispensa do registro, na qual se apresentaria os documentos da oferta e se discutiria quaisquer pontos que os adquirentes entendessem necessários;
- iii) submeter a minuta da carta à aprovação da CVM.

IV - Considerações da SRE[9]

28. A possibilidade de indeferimento do pedido de dispensa em questão não teria sido mencionado pela área técnica (art. 16 da ICVM 400/03[10]), mas os Recorrentes estariam se adiantando a um eventual indeferimento diante do não atendimento das exigências feitas aos ofertantes. Assim, a apreciação do presente recurso enquanto o pedido de dispensa ainda está sob análise seria uma forma de conferir melhor aproveitamento e efetividade ao processo.

29. Para a SRE, o Comunicado divulgado em 12/12/2013 seria um aviso para suspensão de ofertas irregulares, adotado em função da impossibilidade de identificar todas as distribuições de CICs em condo-hotéis em curso à época. Essa atuação teria sido motivada pela existência de denúncias do mercado, que eram submetidas à análise da PFE-CVM e do Colegiado e que resultavam no encaminhamento de ofícios de *Stop Order* aos ofertantes irregulares.

30. O Ofício de Alerta (Comunicado) seria expresso no sentido de informar aos incorporadores, corretores de imóveis e demais participantes do mercado imobiliários que somente se poderia “realizar tais operações mediante a fiel observância da legislação em vigor, com a necessária obtenção dos prévios registros na CVM” (grifo no original).

31. Assim, segundo a SRE, teria ficado clara, quando da emissão do Comunicado, a necessidade de, por força do disposto nos artigos 2º, IX e 19, ambos da Lei 6.385/76, paralisar as ofertas irregulares de CICs em condo-hotéis e submeter os documentos ao órgão regulador do mercado de capitais.

32. Diante desse entendimento, a SRE, ao identificar uma distribuição pública de valor mobiliária irregular, daria o tratamento apropriado nos termos da ICVM 400/03. O artigo 19 dessa norma permitiria à CVM suspender ou cancelar a oferta a qualquer tempo caso esta esteja ocorrendo em condições diversas da regulação da CVM ou se contrária à lei, mesmo que o registro ou a dispensa do registro tenha sido obtida.

33. Os artigos 20 e 27 da ICVM 400/03 (revogação da oferta) somente se aplicariam para ofertas ainda em andamento[11]. Após a edição da Deliberação 734/15, a SRE passou a entender que, uma vez que houve uma oferta irregular e que os ofertantes buscaram a CVM para dar continuidade à oferta, seria correta a aplicação dos artigos 20 e 27 da referida instrução, pois tal oferta estaria, ainda, em curso.

34. Para a área técnica, o art. 20 teria o objetivo de proteger os investidores da ocorrência de fatos que levariam à suspensão da oferta, e não da suspensão propriamente dita. No caso concreto, a distribuição pública de CICs sem registro ou dispensa de registro na CVM seria contrária à legislação e ensejaria, portanto, a aplicação do disposto no art. 20.

35. A possibilidade de retratação seria uma forma de praticar tratamento equitativo a todos os adquirentes (art. 21 da ICVM 400/03[12]), e não uma punição aos ofertantes. Todos os investidores teriam direito de decidir sobre um investimento com uma base informacional uniforme.

36. A área técnica apoia-se em parecer da PFE-CVM segundo o qual: *“A intervenção exercida pela CVM sempre foi pautada, em sua essência, pela garantia do full and fair disclosure (...). O sistema de registros desta Autarquia constitui um instrumento regulatório de disclosure, destinado a oferecer aos investidores as informações necessárias e suficientes para uma avaliação consciente da oportunidade de investimento”*.

37. Desse modo, apresentar novas informações aos antigos adquirentes a fim de atender as exigências da CVM, sem possibilitar a revogação de aceitação deste investimento, seria uma forma de tratamento não equitativo entre os investidores.

38. De acordo com o art. 27, seria notório “o direito de o investidor ter conhecimento de que a oferta original foi amplamente alteada, com a inclusão de novos documentos e informações exigidos pela Deliberação CVM 734”.

39. Não seria possível saber que documentos foram apresentados aos adquirentes à época, mas pela experiência da SRE, nos pedidos de dispensa analisados faltam, muitas vezes, informações relevantes e constam inúmeras informações imprecisas, o que justificaria a aplicação do parágrafo único do art. 27 da ICVM 400/03. No caso específico da oferta sob análise, teriam sido feitas 50 exigências para adequação da primeira documentação enviada pelos Recorrentes e 3 dessas precisaram ser reiteradas.

40. Não caberia à área técnica questionar a existência de uma legislação adequada para garantir um sistema de proteção aos adquirentes de imóveis, mas garantir os direitos do investidor, uma vez que não se estaria diante de uma simples venda de bem imóvel.

41. O procedimento em questão faria parte da rotina da SRE e seria amplamente utilizado, quando necessário, na análise das ofertas públicas de variados valores mobiliários.

42. Conclui que toda a discussão ocorreria por causa da opção dos Recorrentes pela comercialização com apelo à poupança pública, e não pela negociação privada das unidades autônomas.

43. Em 03/02/2016, o presente processo foi sorteado para minha relatoria.

44. Em 31/03/2016, a SRE complementou o Memorando nº 4/2016-CVM/SRE/GER-2 com as seguintes informações:

i) a respeito no número de processos envolvendo condo-hotéis analisados pela superintendência[13]:

| Ano | Processos de investigação instaurados | Processos de dispensa instaurados | Dispensas concedidas | Dispensas indeferidas |
|------|---------------------------------------|-----------------------------------|----------------------|-----------------------|
| 2013 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 2014 | 48 | 30 | 7 | 5 |
| 2015 | 43 | 36 | 29 | 9 |
| 2016 | 0 | 5 | 4 | 4 |

ii) a data de lançamento do empreendimento hoteleiro Intercity São Leopoldo: 17/12/2013; e

iii) a cronologia de vendas das unidades durante os anos de 2014 e 2015[14].

45. É o relatório.

VOTO

I - Da Conveniência da Fixação de Orientação Geral Para Algumas Relevantes Questões Relacionadas aos Investimentos em Empreendimentos Condo-hoteleiros

1. Apesar de o presente processo ser relativo a um caso específico, constata-se que existem diversas outras emissões de empreendimentos condo-hoteleiros em situações semelhantes, de forma que seria conveniente, conforme proponho no presente voto, que o Colegiado fixasse orientação geral sobre o tema, de modo a conferir maior segurança jurídica às emissões dos valores mobiliários em questão.

II - Da Classificação do Contrato de Investimento Coletivo Como Valor Mobiliário

2. A Lei nº 10.303, de 31/10/2001[15], promoveu substanciais alterações na legislação sobre mercado de capitais (Lei nº 6.385/76), especialmente no que se refere ao conceito e à definição dos

valores mobiliários.

3. Até então, conforme conceitos clássicos e plenamente assimilados pela doutrina e pelo mercado, os valores mobiliários, conforme definição legal[16], seriam exclusivamente emitidos pelas sociedades por ações, abrangendo tanto os títulos expressamente referidos na Lei nº 6.404/76 (ações, partes beneficiárias e debêntures, bem como opções e certificados de depósito a eles relacionados), como aqueles a que o Conselho Monetário Nacional atribuiu esse caráter (como ocorreu, por exemplo, com o *commercial paper*).

4. Com a quebra de companhias como Gallus Agropecuária e Fazendas Reunidas Boi Gordo, que ofereciam investimentos ao público tendo como ativo subjacente atividade pecuária (cujo lucro estaria atrelado ao ganho de peso e ao valor de mercado dos animais), ficou evidente o vácuo normativo relacionado a esse tipo de investimento, uma vez que, até então, a CVM não possuía competência para regular e fiscalizar essa forma de aplicação coletiva de recursos, que, à época, não era classificada como valor mobiliário.

5. A Lei nº 10.303/01 buscou justamente, por meio da alteração das regras sobre definição dos valores mobiliários (art. 2º da Lei 6.385/76), resolver esse e outros problemas que existiam, e para tanto ampliou enormemente o conceito de valores mobiliários, de forma a incluir nesse conceito as cotas de fundos de investimento, os certificados de investimento, as participações em clubes de investimento, os contratos derivativos de diversas espécies, os contratos de investimentos coletivos, entre outros[17].

6. Essa alteração foi verdadeiramente substancial, com reformulação drástica do conceito de valor mobiliário até então vigente, que abrangia apenas títulos bastante conhecidos do mercado e que eram emitidos exclusivamente por sociedades anônimas. A partir da alteração legislativa, os valores mobiliários passaram a abarcar uma gama enorme de investimentos ofertados publicamente, independentemente da natureza do seu emissor e de sua vinculação aos títulos tradicionalmente considerados valores mobiliários (ações, debêntures e opções).

7. A partir de então, os valores mobiliários poderiam não estar corporificados em nenhum título e, mais do que isso, seriam emitidos por qualquer pessoa, independentemente de sua natureza.

8. Tratou-se, sem dúvida, de uma radical quebra de paradigma, a qual o mercado não estava plenamente preparado para assimilar, uma vez que teria, abruptamente, que se relacionar com conceitos abertos para só assim compreender quais seriam esses novos valores mobiliários, totalmente diversos do conceito que dava suporte aos títulos classicamente emitidos pelas sociedades anônimas, o que gerou perplexidades, omissões e interpretações equivocadas.

9. O contrato de investimento coletivo foi uma dessas inovações que precisou ser assimilada pelo mercado. Isso, contudo, não aconteceu de forma totalmente tranquila, uma vez que os “novos” emissores e os investidores interessados no produto demoraram um bom tempo para corretamente assimilar a nova situação.

10. Ary Osvaldo Mattos Filho analisa essa questão de forma precisa em recente artigo publicado na obra coletiva “Tratado de Direito Comercial”:

“Porém, essa lei trouxe uma inovação até então inexistente no campo brasileiro dos valores mobiliários. A nossa legislação passou a adotar, símile à legislação norte-americana, os conceitos abertos, tais como: “*quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo*”, “*outros derivativos*”, ou “*outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes*”. Foi a partir desses conceitos abertos que passa a ter papel fundamental a construção do que seja contrato de investimento. Isso porque, a rigor, todos os demais tipos elencados em nossa legislação cabem dentro do colo generoso dos contratos de investimento coletivo. Foi a partir dessa mudança de nossa legislação que os nossos doutrinadores foram buscar em Howey os elementos caracterizadores desse contrato matricial em relação às demais hipóteses previstas em lei. Sob esse aspecto é que busquei enfatizar que as caracterizações constantes em Howey foram resultantes de uma análise de sua evolução jurisprudencial norte-americana, desde o início do século XX até sua cristalização em 1946. Porém, creio que também seja importante ressaltar que esse não é um processo acabado e, portanto, imutável. Mesmo na matriz da qual importamos o conceito a discussão continua, embora bem menos acesa. Assim, por exemplo, a discussão sobre o conceito de contrato de investimento, ainda lá como cá, se põe

com relação aos vários tipos de ofertas públicas de participações em negócios pequenos, tais como as *start-ups*, por meio dos contratos lá denominados *crowfundings*”[18].

11. Como se verifica na transcrição acima, esse conceito aberto, próprio dos novos valores mobiliários, foi importado dos Estados Unidos da América, e, tanto lá como cá, acarretou dificuldades interpretativas e esforços para sua assimilação pelo mercado. Nos EUA, discute-se a natureza dos contratos de investimentos coletivos desde 1920 (State vs. Gopher Tire & Ruber), mas só em 1946, com o caso *Howey*, ficaram definidos de forma mais precisa os requisitos para sua configuração como valor mobiliário, que, conforme este paradigmático precedente da Suprema Corte, envolveriam, em essência, a oferta pública para a aplicação de dinheiro em empreendimento comum cujo lucro dependeria do esforço de outra pessoa que não o investidor[19].

12. Considerei importante fazer essa pequena introdução, sobre a forma como esses novos valores mobiliários foram inseridos no nosso ordenamento jurídico, para ilustrar que a inserção dos contratos de investimento coletivo como valor mobiliário em nosso ordenamento jurídico representou uma drástica quebra de paradigma que causou grande perplexidade e alguma demora de assimilação pelo mercado.

III - Da Atuação da CVM e da Conduta do Mercado Após a Vigência da Lei nº 10.303/01

13. Face à perplexidade do mercado diante do conceito aberto de contrato de investimento coletivo, bem como em decorrência de idiosincrasias peculiares do ramo imobiliário, percebe-se, pelas informações que constam dos autos, que os contratos ofertados para participação em *condo-hotéis* não passaram, após 2001, a observar as regras da CVM sobre emissão de valores mobiliários (mesmo que de forma mitigada em virtude de suas peculiaridades).

14. Os recorrentes sustentam a existência de três agravantes específicos para tal dificuldade de assimilação da nova regra: a) o segmento empresarial imobiliário não teria tradicionalmente envolvimento com o mercado de capitais (exceto os grandes empreendimentos que são executados por sociedades anônimas abertas), razão pela qual desconheceriam essas regras específicas; b) essa modelagem de investimento em *condo-hotéis* seria largamente utilizada no Brasil há várias décadas, o que teria contribuído para dificuldade de assimilação da nova sistemática criada em 31 de outubro de 2001; e c) mesmo quando essa discussão apareceu, surgiram interpretações jurídicas de que a nova sistemática legal não seria aplicável às incorporações imobiliárias, em virtude de regras jurídicas específicas para esse segmento; e d) existência de características de empreendimentos imobiliários.

15. Inicialmente, cumpre aduzir que, analisando objetivamente o inciso IX do art. 2º da Lei 6.385/01 (com as alterações promovidas pela Lei 11.303/01), não me parece haver dúvida razoável de que o *condo-hotel* é de fato um contrato de investimento coletivo e, se ofertado publicamente, deve ser considerado um valor mobiliário.

16. Todos os requisitos para tal classificação estão visivelmente presentes no *condo-hotel*, uma vez que, em virtude de oferta pública, o investidor aplica dinheiro, junto com outros investidores, objetivando retorno financeiro, em um empreendimento cujo sucesso depende da atuação da incorporadora e do empreendedor hoteleiro que estão vinculados ao negócio.

17. Apesar da clareza com que a questão agora se apresenta, tenho consciência que nem sempre foi assim, especialmente na primeira década de vigência da nova norma.

18. Os contratos de investimento coletivo no âmbito hoteleiro existem no Brasil desde antes da década de 80, representando percentual relevante dos quartos de hotel disponíveis no país, e sempre foram ofertados ao público sem que houvesse qualquer fiscalização da CVM. Mesmo após a vigência da Lei 10.303/01, os empreendedores da área e o mercado em geral continuaram entendendo que esse investimento não seria um valor mobiliário, de forma que mantiveram as mesmas práticas vigentes antes da referida alteração legislativa.

19. Prova disso é que não se tem conhecimento de nenhum empreendimento com característica de *condo-hotel* que tenha requerido registro ou dispensa de registro na CVM antes do ano de 2012. Constata-se, destarte, que, em mais de 10 anos de vigência da Lei 11.303/01, nenhum “emissor” desse tipo de valor mobiliário solicitou a atuação registrária da CVM, mesmo sendo notório que esse tipo de

empreendimento não só estava sendo realizado, como estava em franca expansão (mercado aquecido por razões econômicas e também pela perspectiva de grandes eventos esportivos anunciados em 30/10/2007 e 02/10/2009 – Copa do Mundo e Olimpíadas, respectivamente).

20. No que se refere à postura da CVM sobre a questão, verifica-se a ausência de qualquer atuação da entidade, até o ano de 2012, seja para fiscalização, punição ou mesmo conscientização e alerta do mercado em relação aos lançamentos de empreendimentos condo-hoteleiros que vinham sendo realizados.

21. Em outras palavras: a CVM não fez nenhum trabalho de *enforcement* para que o mercado ficasse consciente de que os contratos de investimento coletivo em condo-hotéis tinham passado, desde 2002, a ser considerados valores mobiliários e, portando, estavam submetidos às regras e à fiscalização da CVM, especialmente quanto ao registro da emissão.

22. Apenas em 12 de dezembro de 2013, a CVM, pela primeira vez de forma institucional e geral, publicou um alerta sobre eventuais ofertas irregulares de investimentos imobiliários, cuja redação foi a seguinte:

“A CVM vem observando a ocorrência de situações que podem configurar captação irregular de poupança popular, promovidas, em regra, por incorporadores e corretores de imóveis, através da oferta pública de oportunidades de investimento em empreendimentos imobiliários.

Nessas situações, os investidores recebem propostas de investimento por diversos meios: TV, rádio, jornais, e também por correios eletrônicos enviados por corretores de imóveis ou outros representantes de incorporadores, onde são apresentadas tais oportunidades e sua virtual lucratividade.

Nas situações mais comuns, os investimentos do público são direcionados a sociedades em conta de participação (SCP), por meio da compra e venda de frações ideais de imóveis que correspondem a cotas das sociedades, muito embora outros tipos de contrato e de sociedade também possam ser utilizados.

De todo modo, os contratos firmados sempre conferem aos investidores o direito de participação nos resultados - positivos ou negativos - do empreendimento imobiliário, resultados esses oriundos de atividades como hotelaria, locações comerciais ou residenciais, dentre outras, configurando-se o que a Lei nº 6.385/76 chama de contratos de investimento coletivo.

Por força do disposto nos art. 2º, inciso IX, e art. 19, ambos da Lei nº 6.385/76, as ofertas de investimento que utilizarem a forma e os meios de divulgação aqui descritos devem ser previamente registradas na CVM e somente podem ser realizadas por sociedades também registradas na Autarquia.

Assim, a CVM alerta os incorporadores, corretores de imóveis e demais participantes do mercado imobiliário que somente realizem tais operações mediante a fiel observância da legislação em vigor, com a necessária obtenção dos prévios registros na CVM.

Finalmente, solicitamos que as pessoas que receberem propostas dessa natureza comuniquem o fato à CVM para viabilizar a pronta atuação da Autarquia na proteção e defesa do público investidor. A comunicação pode ser feita de forma eletrônica pelo Serviço de Atendimento ao Cidadão, disponível na página da CVM na Internet (www.cvm.gov.br) em “Fale com a CVM”.

23. Desta forma, constata-se que entre a 01 de março de 2002 (data da vigência da Lei nº 10.303/01, em razão da *vacatio legis* de 120 dias) e 12 de dezembro de 2013 (data da divulgação do “Alerta ao Mercado” pela CVM) não havia mínima segurança jurídica quanto à classificação do investimento em condo-hotel como sendo um valor mobiliário, inclusive em decorrência da própria conduta da CVM, que estava ainda vacilante sobre a questão ou pelo menos inerte quanto à fiscalização. Apenas em 2012 começaram as atuações nessa área, mesmo assim de forma tímida e sempre em decorrência de provocação por parte de algum investidor.

24. Com a divulgação ao mercado de 12/12/2013, a CVM firmou uma posição clara sobre o assunto, começando, então, a fiscalizar esses empreendimentos condo-hoteleiros quando houvesse oferta pública, nada obstante a dificuldade dessa atuação, em virtude de esses empreendimentos estarem espalhados por todo o território nacional e serem vendidos por vias locais, sem a intermediação de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários. Na prática, muitos

empreendedores hoteleiros continuaram a vender contratos de investimento coletivo sem apresentar qualquer requerimento ou comunicação na CVM[20].

25. Após algumas decisões do Colegiado sobre os pedidos de registro de emissão de valores mobiliários de condo-hotéis[21], a CVM, em 17 de março de 2015, pouco mais de um ano após o referido alerta, editou a Deliberação CVM nº 734, que estipulou diretrizes para “*conceder dispensas em ofertas públicas de distribuição de contratos de investimento coletivo no âmbito de projetos imobiliários vinculados à participação em resultados de empreendimento hoteleiro*”, delegando à SRE a competência para decisão nessa seara.

26. Segundo as regras da Deliberação CVM 734, para a obtenção da dispensa de registro, a entidade administradora do empreendimento, em conjunto com o incorporador ou com a sociedade responsável pela oferta, deveriam cumprir uma série de requisitos e apresentar uma gama de documentos para que fosse obtida a dispensa de registro.

IV - Da Situação dos Condo-hotéis e Do Princípio da Confiança

27. Conforme exposto no capítulo II, as regras sobre valores mobiliários foram radicalmente alteradas em 2001, de forma que instrumentos totalmente estranhos, até então, ao conceito de valor mobiliário passaram a ser como tal considerados.

28. Uma das hipóteses em que essa quebra de paradigma ocorreu de forma muito drástica foi justamente nos contratos de investimento coletivo, que envolvem conceito aberto de difícil assimilação para a época.

29. No caso de condo-hotéis a dificuldade foi ainda maior, uma vez que esse tipo de investimento já era tradicionalmente utilizado no Brasil, em segmento empresarial com complexo normativo próprio que foi (equivocamente) entendido como sendo um sistema excludente das regras aplicadas ao mercado de capitais.

30. Nesse contexto, como já adiantado, não vislumbro má-fé ou intuito escuso por parte desses emissores específicos no que se refere à ausência de apresentação da emissão para registro ou dispensa de registro na CVM.

31. Trata-se de um comportamento justificável diante das circunstâncias da época, o que é corroborado pela constatação de que nenhum empreendedor desse segmento apresentou qualquer pedido de registro à CVM anteriormente ao ano de 2013, não sendo razoável presumir que essa realidade decorra de enorme conluio por parte de todos os operadores – após 2012, houve alguns poucos casos discutidos na CVM, mas sempre por provocação de algum interessado, o que não chegou a modificar o entendimento do mercado sobre a questão.

32. Além disso, atuam nesse segmento uma gama muito diversificada de empreendedores, desde pequenas empresas no interior do país até colossais projetos que envolvem vultosos recursos, razão pela qual não seria crível cogitar-se comportamento orquestrado por parte de agentes tão plurais.

33. Parece-se mais verossímil, diante das razões expostas no capítulo I, a singela explicação de que esses emissores simplesmente não sabiam que estavam lidando com um valor mobiliário, e que deveriam, portanto, realizar os registros pertinentes na CVM.

34. A CVM, por sua vez, como já exposto, não atuou de forma a fazer o mercado ficar ciente da nova situação derivada da alteração legislativa de 2001. Apenas no final do ano de 2013, a CVM, pela primeira vez, pronunciou-se de forma clara para o mercado sobre essa questão, ou seja, quase doze anos após a vigência da regra que atribuiu ao contrato de investimento coletivo a natureza de valor mobiliário.

35. Nesse contexto, afigura-se importante observar que um dos mais importantes valores jurídicos do nosso ordenamento é o da segurança jurídica, que possui relação próxima com a boa-fé, com o princípio da confiança e com o da proibição de comportamento contraditório.

36. A segurança jurídica e o princípio da confiança envolvem, dentre outras facetas, a criação de regras que respeitem as expectativas legítimas dos afetados, inclusive no que se refere à edição de novas normas. O legislador e o ente regulador não estão, evidentemente, limitados em razão dessas

expectativas, mas têm que as levar em consideração ao editar regras, de modo a não causar prejuízos injustificados às pessoas atingidas pelas normas.

37. Essa questão aflige inclusive o Poder Judiciário, que poderá, “*ao declarar a inconstitucionalidade de lei ou ato normativo, e tendo em vista razões de segurança jurídica ou de excepcional interesse social (...) restringir os efeitos daquela declaração ou decidir que ela só tenha eficácia a partir de seu trânsito em julgado ou de outro momento que venha a ser fixado*” (art. 27 da Lei nº 9.868/99, g.n.).

38. Percebe-se, portanto, que a segurança jurídica constitui um valor tão relevante que poderá justificar, inclusive, em determinadas circunstâncias, a produção de efeitos por uma lei inconstitucional, o que configura exceção sensível ao entendimento de que os atos nulos não produzem efeitos (e a inconstitucionalidade constituiria nulidade em grau máximo).

39. A Lei nº 9.784/99, que trata do processo administrativo no âmbito federal, também faz expressa referência à segurança jurídica como um dos princípios que devem reger a atuação estatal, acrescentando ainda a boa-fé como um padrão de conduta estatal:

“Art. 2ºA - A Administração Pública obedecerá, dentre outros, aos princípios da legalidade, finalidade, motivação, razoabilidade, proporcionalidade, moralidade, ampla defesa, contraditório, segurança jurídica, interesse público e eficiência”.

Parágrafo único (...): IV – atuação segundo padrões éticos de probidade, decoro e boa-fé” (g.n.).

40. A confiança e previsibilidade da atuação Estatal são, portanto, elementos importantes que devem ser considerados pelos entes ao editar e aplicar as normas jurídicas, sempre sob a perspectiva da boa-fé, uma vez que só faria sentido preservar as expectativas dos interessados quando essas fossem legítimas, ou seja, baseadas em elementos razoáveis e sem que se verifique comportamento especioso por parte do interessado.

41. Luis Roberto Barroso, em artigo específico sobre o tema, identifica na previsibilidade de comportamento uma das expressões essenciais da segurança jurídica, aproveitando para fazer lúcida crítica das frenéticas alterações que são realizadas no ordenamento jurídico:

“É curioso observar, no entanto, que a despeito de todo o arsenal jurídico descrito, a segurança enfrenta hoje uma crise de identidade. A velocidade das mudanças, não só econômicas, tecnológicas e políticas, mas também jurídicas, e a obsessão pragmática e funcionalizadora, que também contamina a interpretação do Direito, não raro encaram pessoas, seus sonhos, seus projetos e suas legítimas expectativas como miudezas a serem descartadas, para que seja possível avançar (para onde?) mais rapidamente. Desse modo, o debate acerca da segurança jurídica, especialmente no que diz respeito aos efeitos da lei nova sobre a realidade existente quando de sua entrada em vigor, vem – sem ironia – se perpetuando no tempo[22].

42. Outro Ministro do STF, Luiz Edson Fachin, analisando a questão sob a ótica do Direito Civil, afirma que a “*revalorização da confiança como valor preferencialmente tutelável no trânsito jurídico corresponde a uma alavanca para repensar o Direito Civil brasileiro contemporâneo e suas categorias fundamentais*”[23].

43. Percebe-se, pelos dispositivos legais e citações doutrinárias, que a perspectiva da segurança jurídica e do princípio da confiança possuem embasamento axiológico na boa-fé[24], e espraiam sua incidência sobre todas as relações sociais e públicas, uma vez que não se pode conceber a compreensão do direito moderno sem que se considere os efeitos práticos de sua incidência e a preservação da boa-fé objetiva.

44. No que se refere especificamente à Administração Pública, cumpre trazer a lição de Walter Shuenquener de Araujo, que, em monografia sobre o princípio da proteção da confiança, afirma não poder a atuação estatal “*comprometer a confiança que o particular depositou no estado*” (pag. 170), resumindo sua posição nos seguintes termos:

“O elevado dinamismo da sociedade contemporânea e a forte influência que o Estado exerce sobre a vida dos administrados exigem um preservação mais firme das expectativas legítimas originadas da atuação estatal. Sem a preservação da confiança, o desenvolvimento econômico de um país fica debilitado, e apenas relações jurídicas menos complexas tornam-se viáveis. A

confiança é, portanto, um relevante e imprescindível redutor da complexidade nas relações sociais. Não se pretende, com a tutela da confiança, impedir a evolução do direito, mas estimular que ela ocorra da forma menos traumática possível e sem fragilizar a reputação estatal.” (pag. 237)

45. No âmbito empresarial, então, o princípio da confiança possui incidência ainda mais densa, uma vez que os negócios em geral e o mercado em especial, para funcionarem de forma eficiente, precisam de substancial previsibilidade de comportamento dos envolvidos, de forma que a mudança das regras no meio do processo de negociação pode causar efeitos catastróficos.

46. Desta forma, não me parece razoável que a CVM, não tendo tomado nenhuma providência por mais de 10 anos para definir essa questão, e mesmo sabendo da complexidade e da falta de assimilação pelo mercado desse novo conceito (totalmente diverso da concepção clássica de valor mobiliário), venha a entender, sem nenhum temperamento ou ponderação, pela ilegalidade de todas essas emissões realizadas sem registro.

47. O Estado, no exercício de suas funções, deve, na medida do possível, tentar preservar a segurança jurídica, atenta para a legítima confiança que seu comportamento (incluindo o de natureza omissiva) tenha contribuído para a situação. No caso, essa confiança seria gravemente afetada em virtude de um comportamento contraditório ao adotado desde 2002 até o final de 2013, período no qual a CVM não deu ao mercado nenhum sinal de que os contratos de investimento em condo-hotéis seriam valores mobiliários e, assim, estariam sujeito ao registro e à fiscalização da CVM.

48. Evidentemente que a mera omissão estatal não seria suficiente para eximir alguém de suas obrigações. Contudo, quando essa omissão deriva da mesma dúvida ou perplexidade que originou a não observância da norma pelo particular, entendo que esse quadro global constitui circunstância relevante que deve ser levada em consideração na regulação, na fiscalização e na aplicação das normas^[25]. Resumindo: se a deficiência de fiscalização decorre, por exemplo, da deficiência da estrutura de um ente estatal, isso em nada poderá influenciar a incidência de norma durante certo período, mas quando a norma não é fiscalizada porque havia dúvida plausível sobre sua aplicação, considero descabida a penalização do particular que, de boa-fé, deixou de observá-la.

49. Assim, considerando que os emissores, por doze anos, celebraram contratos de investimento coletivo em condo-hotéis sem saber que eles tinham passado a ser legalmente considerados “valores mobiliários”, bem como que o entendimento deles era razoável diante das circunstâncias da época, especialmente em virtude de a CVM não ter dado nenhuma sinalização em sentido contrário (seja através de comunicados ou em virtude da abertura de procedimentos de fiscalização), entendo que não existe qualquer evidência de má-fé por parte desses emissores até 12/12/2013, quando, pela primeira vez, de forma genérica e com publicidade, a CVM se posicionou sobre a questão.

50. O período entre 12/12/2013 e 17/03/2015 envolveria certa nebulosidade, uma vez que, apesar do sinal dado pelo alerta da CVM, ainda havia necessidade de assimilação dessa modificação pelo mercado^[26], somando-se a isso a circunstância de que as regras claras sobre o pedido de dispensa de registro para esse tipo de valor mobiliário só surgiram com a Deliberação CVM 734/15.

51. Reitere-se que os agentes que atuam nessa área não se registram nem se relacionam com a CVM de forma ordinária (salvo quando são companhias abertas), o que deve ser considerado para dosar o tempo de assimilação ao novo sistema.

52. Desta forma, concluo que até 12/12/2013 não haveria sequer como cogitar de conduta irregular por parte desses emissores, e, desde então até 17/03/2015, apesar da questão ser discutível, entendo que a nova situação ainda estava sendo assimilada pelo mercado, até porque as regras claras sobre a questão só vieram com a Deliberação CVM nº 734/15, razão pela qual também entendo, por uma análise perfunctória e preliminar, que não seria conveniente considerar essas emissões irregulares.

53. Por outro lado, todas as distribuições públicas de contratos de empreendimentos condo-hoteleiros realizadas a partir de 18/03/2015 estão em situação de irregularidade (mesmo que parte da distribuição tenha sido realizada antes), pois, a partir desse momento, já estava mais do que claro a necessidade regularização desse tipo de emissão perante a CVM, bem como as regras básicas aplicáveis à situação.

V - Do Direto de Retratação Previsto nos Arts. 20 e 27 da ICVM 400/03

54. O grande imbróglio que envolve o presente e diversos outros processos está relacionado à exigência, que vem sendo formulada pela SRE, de que a dispensa do registro da emissão precocemente distribuída fique condicionada, em caso de existência de vício sanável, não apenas ao equacionamento dos requisitos previstos expressamente na Deliberação 734/15, mas também à comprovação do oferecimento do direito de retratação aos investidores que assinaram os contratos anteriormente ao deferimento da dispensa de registro.

55. As decisões da SRE apontam como fundamento para esse posicionamento os arts. 20 e 27 da ICVM 400/03.

56. O art. 27 parece-me inaplicável ao caso, uma vez que esse dispositivo regulatório trata de modificação da oferta, conceito que pressupõe, nos termos do art. 25 da mesma instrução, que haja “*a juízo da CVM, alteração substancial, posterior e imprevisível nas circunstâncias de fato existentes quando da apresentação do pedido de registro de distribuição, ou que o fundamentem, acarretando aumento dos riscos assumidos pelo ofertante e inerentes à própria oferta, a CVM poderá acolher pleito de modificação ou revogação da oferta.*” (g.n.)

57. Assim, quando houver modificação substancial das circunstâncias que impliquem aumento dos riscos assumidos pelo emissor, este poderá requerer à CVM a modificação ou alteração da oferta (art. 25, §§ 1º e 2º, da ICVM 400[27]).

58. Nesse quadro, como condição para o deferimento da alteração pela CVM (que poderá ocorrer apenas em casos excepcionais), deverá o emissor comprovar que comunicou todos os investidores já vinculados ao empreendimento para que confirmem ou revoguem suas aceitações. Em caso de retratação, o investidor deverá ser ressarcido dos valores pagos, nos termos do parágrafo único do art. 27 da ICVM 400/03.

59. Constata-se, desta forma, que o art. 27 é visivelmente impertinente ao caso concreto, uma vez que não estão sendo alteradas as condições da oferta – o que, inclusive, teria que ser excepcional e previamente deferido pela CVM.

60. O presente caso envolve, na realidade, pedido de dispensa de registro de investimento coletivo que foi apresentado à CVM após a aceitação parcial da oferta (venda de unidades no mercado), e que, além disso, a obtenção da dispensa de registro ficou condicionada ao equacionamento de algumas irregularidades sanáveis.

61. A rigor, essa situação seria totalmente ilegal, uma vez que a Lei 6.385/76 proíbe expressamente a distribuição de qualquer emissão pública sem prévio registro/dispensa na CVM[28].

62. No entanto, pelas regras da ICVM 400/03, que encontram fundamento no art. 20 da Lei nº 6.385/76[29], haveria a possibilidade de suspensão da oferta de distribuição, hipótese em que o emissor deveria comunicar aos aceitantes essa circunstância, dando-lhes a faculdade de revogar a aceitação até o 5º dia útil posterior ao recebimento da comunicação (art. 20 da ICVM 400/03).

63. A SRE, nesse contexto, vem exigindo dos empreendimentos relacionados aos condo-hotéis que comprovem o oferecimento de retratação aos investidores vinculados ao empreendimento antes da análise da emissão pela CVM, sem o que ficaria inviabilizado o deferimento do pedido de dispensa.

64. A suspensão, por sua vez, não pode superar o prazo de 30 dias (§2º do art. 19) e ocorre quando a oferta esteja se processando em condições diversas das regras constantes da ICVM 400/03 ou do registro (art. 19), desde que o vício ou irregularidade seja sanável (§ 1º do art. 20).

65. No presente caso não houve ainda decisão de suspensão da oferta, uma vez que inexistiu qualquer pronunciamento de suspensão específico para o caso, com a indicação das irregularidades da emissão, o que seria necessário até mesmo para viabilizar a correção dos vícios apontados.

66. O comunicado ao mercado, realizado em 12/12/2013, jamais poderia ter o efeito de uma suspensão geral e indiscriminada, primeiro porque a decisão deve ser específica para cada caso, e segundo porque já teria sido superado em muito o prazo de 30 dias previsto no art. 19, §2º da ICVM 400/03.

67. Tal constatação, contudo, não oferece solução real para o caso, posto que nada impediria que fosse, agora, determinada pela SRE a suspensão da emissão por estar em desacordo com a ICVM 400, o que faria retornarmos ao ponto que aqui estamos.
68. Assim, de forma a conferir eficiência à presente decisão, impõe-se o prosseguimento na análise do caso, especialmente porque a decisão que vier a ser proferida pelo Colegiado constituirá importante precedente para pacificar todo esse imbróglio que atualmente cerca os registros de emissão relacionados aos condo-hotéis.
69. No que se refere à regra em si, que condiciona o registro/dispensa ao oferecimento do direito de retratação aos investidores já vinculados^[30], parece-me ser ela razoável, até por uma questão de isonomia. Se isso não fosse garantido, os investidores iniciais estariam em situação de inferioridade em relação aos investidores que aceitassem a oferta após as medidas saneadoras das irregularidades (assimetria informacional), pois apenas estes teriam acesso a todas as informações e documentos previstos como obrigatórios para a dispensa no item IV da Deliberação CVM 734/15.
70. Sob a perspectiva do emissor, também não vislumbramos na regra qualquer inconveniente, uma vez que a distribuição deveria ter sido realizada somente após a obtenção do registro ou da dispensa da emissão (art. 19 da Lei 6.385/76), de forma que a venda precipitada dos valores mobiliários, antes da decisão da CVM sobre o registro/dispensa, configura situação de irregularidade, cuja extirpação do vício seria viável através do oferecimento do direito de retratação.
71. Dessa forma, a excepcionalidade da regra do direito de retratação aos investidores prematuramente vinculados ao empreendimento seria uma forma de viabilizar o registro/dispensa de emissões irregulares em virtude da distribuição precipitada de valores mobiliários.
72. Além disso, a regra da retratação, apesar de poder causar grave onerosidade ao emissor, possui fundamento axiológico e teleológico na proteção dos investidores contra emissões não registradas/dispensadas e na inibição de distribuição precipitada de valores mobiliários, antes da análise pela CVM. Desestimula-se, assim, a conduta dolosa ou culposa do emissor que inicia precipitadamente a colocação dos valores mobiliários sem que a função registrária da CVM tenha sido exercida.
73. Há de se reconhecer, contudo, que o direito de retratação, em alguns casos, pode ser extremamente delicado, especialmente quando se trata de uma oferta que se protraí longamente no tempo, com o conseqüente incremento da probabilidade de alteração substancial das condições de mercado, como ocorre com os empreendimentos condo-hoteleiros. Justamente por essa circunstância, existe disposição expressa na Deliberação CVM nº 734/15 (II, “d”) prevendo a não sujeição das emissões de condo-hotéis à regra do art. 18 da ICVM 400/03, que estipula prazo máximo de 60 dias para colocação dos valores mobiliários, contados a partir do anúncio de distribuição.
74. Acrescente-se que a ICVM nº 400/03 (que trata do registro propriamente dito, com regras mais rigorosas do que a dispensa) não prevê expressamente a regra da retratação como condição para o registro da oferta, como se constata pela mera leitura do anexo II da instrução, que lista os documentos necessários para registro de emissões de valores mobiliários.
75. Em relação às emissões de condo-hotéis, que estão dispensados de registro nos termos do disposto na Deliberação CVM 734/15, também não existe qualquer previsão explícita que condicione o registro à comprovação do oferecimento do direito de retratação aos investidores vinculados antes do deferimento do pedido de dispensa.
76. A lista do inciso IV da Deliberação CVM 734/15 indica uma série de documentos e informações que devem ser prestadas quando da apresentação do pedido, mas nenhum desses itens sequer tangencia a questão da retratação.
77. Parece-me que, na realidade, essa questão não foi tratada como condicionante para o registro porque não se imaginou que emissões clandestinas (sem registro) fossem posteriormente apresentadas para registro, o que, em situações normais, representaria infração de extrema gravidade, com reflexos inclusive no âmbito penal.
78. A regra, talvez, tenha sido pensada apenas para as emissões registradas que, durante a distribuição, tenham descumprido alguma regra prevista na ICVM 400 ou no próprio registro. Apesar

dessa possível interpretação histórica, não vejo razão para que a norma não seja também aplicada ao caso em que tenha ocorrido distribuição antes do registro/dispensa, o que se afigura até muito mais grave do que a primeira situação aventada.

79. Ademais, o conteúdo das regras em questão (que praticamente reproduz a redação do art. 20 da Lei 6.385/76) possui, inequivocamente, margem interpretativa para abarcar as duas situações (descumprimento das regras após registro/dispensa e ausência de registro/dispensa), senão vejamos:

Art. 19. A CVM poderá suspender ou cancelar, a qualquer tempo, a oferta de distribuição que:

I - esteja se processando em condições diversas das constantes da presente Instrução ou do registro; ou

II - tenha sido havida por ilegal, contrária à regulamentação da CVM ou fraudulenta, ainda que após obtido o respectivo registro.

(...)

Art. 20. O ofertante deverá dar conhecimento da suspensão ou do cancelamento aos investidores que já tenham aceitado a oferta, facultando-lhes, na hipótese de suspensão, a possibilidade de revogar a aceitação até o quinto dia útil posterior ao recebimento da respectiva comunicação.

Parágrafo único. Terão direito à restituição integral dos valores, bens ou direitos dados em contrapartida aos valores mobiliários ofertados, na forma e condições do Prospecto:

I - todos os investidores que já tenham aceitado a oferta, na hipótese de seu cancelamento; e

II - os investidores que tenham revogado a sua aceitação, na hipótese de suspensão, conforme previsto no caput. (g.n.)

80. Portanto, a distribuição de valores mobiliários sem registro/dispensa viola inequivocamente a ICVM 400/03 e a Lei 6.385/76, de forma que me parece bastante tranquila a interpretação de que uma emissão sem registro, para ser posteriormente registrada/dispensada, deverá oferecer direito de retratação aos investidores que já estavam vinculados antes do registro, sempre que for necessário corrigir algum vício nos requisitos para registro/dispensa (item IV da Deliberação 734/15), uma vez que, se assim não fosse, haveria um despropositado estímulo para a realização de distribuições precipitadas (anteriores ao registro/dispensa), o que causaria prejuízo informacional aos investidores iniciais, os quais gozariam de proteção bem inferior aos investidores pós-registro/dispensa, violando, por conseguinte, a isonomia que deve existir entre os investidores, bem como estimulando uma ilegalidade (art. 19 da Lei nº 6.385/76) e inviabilizando a proteção se pretende conferir ao mercado através do registro/dispensa prévia da emissão.

81. No entanto, apesar de todas essas razões, o fato é que, apesar de lógica e razoável, o entendimento da SRE quanto ao condicionamento do registro/dispensa à comprovação do oferecimento do direito de retratação não está explícito na ICVM nº 400/03 nem na Deliberação 734/15.

82. Trata-se, portanto, de uma interpretação desenvolvida pela SRE.

83. O Colegiado da CVM, por sua vez, quando analisava diretamente os pedidos de dispensa de registro de condo-hotéis (desde 15/12/2013 até 17/03/2015, ou seja, antes da delegação de competência para a SRE por meio da Deliberação 734/15), jamais cogitou, em suas decisões^[31], de condicionamento da dispensa de registro à comprovação do oferecimento de direito de retratação, razão pela qual se pode concluir que a SRE desenvolveu uma nova interpretação, que, de certa forma, até justificaria a alteração do conteúdo da Deliberação CVM nº 734/15, em linha com os já referidos princípios da segurança jurídica e da confiança.

84. Essa nova interpretação, que causa forte impacto nos empreendimentos em andamento (pois a regra da retratação é extremamente forte sob a perspectiva contratual e negocial), apenas deveria ser aplicada para o futuro, e desde que se desse adequada publicidade ao novo entendimento da CVM, o qual, repita-se, parece-me adequado.

85. A Lei nº 9784/99, que trata do processo administrativo no âmbito federal, possui regra específica sobre a proibição da aplicação retroativa da nova interpretação:

Art. 2º A Administração Pública obedecerá, dentre outros, aos princípios da legalidade, finalidade, motivação, razoabilidade, proporcionalidade, moralidade, ampla defesa, contraditório,

segurança jurídica, interesse público e eficiência.

Parágrafo único. Nos processos administrativos serão observados, entre outros, os critérios de:

(...)

XIII - interpretação da norma administrativa da forma que melhor garanta o atendimento do fim público a que se dirige, vedada aplicação retroativa de nova interpretação. (g.n.)

86. Reitere-se que, no caso de condo-hotéis, a potencialidade dos danos advindos do direito de retratação é enorme, uma vez que as condições de mercado podem ser totalmente alteradas durante o longo período que normalmente envolve a venda das unidades de um condo-hotel (muito superior ao prazo de seis meses previsto para os valores mobiliários em geral, conforme já exposto no item 73), de forma que o desfazimento do negócio pode até mesmo inviabilizar o empreendimento, com sérios prejuízos para os investidores que não se retrataram ou que aderiram à oferta posteriormente.

87. Deve-se, nesse contexto, considerar todas as perspectivas presentes no imbróglio, que envolvem: a) a dificuldade de assimilação da conceituação desses investimentos como sendo valor mobiliário até 12/12/2013 e da imprecisão quanto às regras aplicáveis até 17/03/2015; b) a natureza do empreendimento condo-hoteleiro (que pode envolver incorporação imobiliária), do que decorre que sua distribuição demanda, em regra, um longo período, dentro do qual pode ocorrer a completa alteração das condições do mercado; c) que a alteração das regras no meio da distribuição em virtude de nova interpretação sobre os requisitos para registro (adicionando o direito de retratação), poderá causar deletérias consequências ao empreendimento caso ocorra elevado número de retratações; e d) essa eventual inviabilidade do empreendimento, em virtude das retratações, poderá causar graves danos ao mercado, em especial àqueles investidores que não revogaram as aceitações ou que se vincularam ao empreendimento após o registro/dispensa.

88. Observe-se, ademais, que não estamos diante de uma norma legal, mas sim de uma norma regulatória que sequer seria específica para contratos de investimento coletivos em condo-hotéis, mas sim genérica para emissão de valores mobiliários, o que corrobora a possibilidade de aplicação prospectiva ou diferida de uma regra que não seria claramente redigida como condicionante do registro, e cuja interpretação do colegiado da CVM jamais fora feita nesse sentido (quando apreciava diretamente essa questão), de forma que o entendimento adotado pela SRE deve ser considerado como nova interpretação, o que exige adequada publicidade e aplicação prospectiva ou diferida.

89. Ademais, nessas situações, envoltas em diversas perplexidades quanto às regras aplicáveis e que se relacionam a empreendimentos de longo prazo e que exigem uma previsibilidade regulatória (como já exposto), afigura-se recomendável a criação de uma regra de transição, por meio da qual se pretende preservar ao máximo os diversos interesses que transitam no entorno da questão.

90. Walter Shuenquener, em obra já referida, ressalta a importância de criação de regras de transição para conformação dos diversos interesses envolvidos em uma situação complexa como a que está em análise:

“A criação dessas regras de transição é algo que está em total harmonia com o método da concordância prática. No conflito entre o interesse privado de preservação de sua posição jurídica e o interesse do Estado de modificar o ordenamento, a saída pela regra de transição pode ser fundamental para se alcançar uma eficácia ótima (*optimaler Wirksamkeit*) entre os bens jurídicos em colisão. Elas são capazes de criar um equilíbrio aceitável para as partes em conflito e podem servir para harmonizar o interesse do particular e o interesse estatal. Elas surgem, portanto, como um mecanismo para a produção de uma concordância prática diante de alterações no ordenamento. Uma regra de transição pode, segundo defende WINFRIED BRUGGER, representar uma medida razoável e prudente para viabilizar uma mudança da regra antiga para a nova”[\[32\]](#).

91. Nessa linha, considero que se deve criar uma regra de transição cujo propósito central seja estimular fortemente a regularização das emissões de condo-hotéis perante a CVM (em especial as que já estiverem em andamento), porquanto a ausência de registro/dispensa configura a pior situação possível no que se refere à proteção ao mercado. Creio, ademais, que muitos empreendimentos dessa natureza estejam com receio de solicitar a dispensa de registro em virtude da falta de previsibilidade das normas que podem lhes ser aplicadas pela CVM (principalmente a questão da retratação), de forma que

me parece razoável conferir uma última e derradeira oportunidade para regularização dessas emissões em curso.

92. Além disso, no que se refere à interpretação de que a dispensa de registro estaria condicionada à comprovação de oferecimento de direito de retratação em relação aos investidores previamente vinculados ao empreendimento, entendo que essa regra só poderia ser aplicada ao futuro, nos termos do disposto no art. 2-A, parágrafo único, XIII, da Lei nº 9.784/99, uma vez que se trata de uma nova interpretação da ICVM 400/15 c/c Deliberação 734/15. Além disso, convém seja diferido o início da vigência da interpretação, de modo a viabilizar, na prática, a regularização das emissões clandestinas.

93. Para fins de preservação da segurança jurídica e da confiança, dever-se-á dar ampla publicidade ao novo entendimento consolidado na presente decisão, inclusive com a alteração do conteúdo da Deliberação CVM nº 734/15, para que seja acrescentada regra clara no sentido de que a distribuição desses valores mobiliários pode ser feita apenas após a decisão da CVM, bem como que, caso descumprida essa obrigação, a dispensa, a ser concedida excepcionalmente, ficará condicionada à comprovação da oferta de direito de retratação para todos os investidores previamente vinculados ao empreendimento.

94. Busca-se, assim, conferir segurança a um ambiente que, desde as alterações realizadas da Lei 6.385/76 pela Lei nº 10.303/01, encontra-se envolta em densa névoa regulatória e interpretativa.

VI - Conclusão

95. Desta forma, como meio de equacionar todos esses interesses, proponho a fixação da nova interpretação sobre a necessidade de oferecimento, como condição para a dispensa, do direito de retratação para os investidores vinculados ao empreendimento condo-hoteleiro antes da análise registrária pela CVM, com a atribuição de efeitos prospectivos e diferidos a essa nova interpretação, de modo a atingir apenas as emissões que venham a ser apresentadas para dispensa de registro na CVM após o prazo de 60 (sessenta) dias contatos da publicação da presente decisão.

96. Como se suspeita que existam ainda várias emissões clandestinas, e que essa omissão pode ter relação com as diversas dúvidas sobre o assunto até 17/03/2015, assim como, após, pelo receio de que fosse exigido o cumprimento do requisito da retratação (conforme nova interpretação da SRE), considero que, para fins de equacionamento da questão de uma forma global, seria plausível a postergação do início da aplicação da nova interpretação pelo prazo de 60 dias contados da presente decisão (regra de transição), viabilizando que todos os empreendedores regularizem suas emissões sem a exigência de comprovação do oferecimento de direito de retratação[33].

97. Por fim, anote-se que, esgotado o referido prazo, todas as emissões públicas que vierem a ser apresentadas à CVM, desde que existam investidores já vinculados ao empreendimento e haja necessidade de adaptação de algum requisito, a critério da SRE, deverão estar instruídas com a comprovação do oferecimento do direito de retratação, independentemente do momento em que o investidor celebrou o contrato de investimento coletivo com o empreendedor condo-hoteleiro[34].

98. Além disso, deverão ser intensificadas as medidas de *enforcement* em relação às emissões clandestinas, para fins de abertura de processo sancionador em relação aos emissores recalcitrantes, que mantêm emissões não regularizadas perante o CVM, nada obstante a clara definição dessa obrigação, sem prejuízo do envio das comunicações ao Ministério Público para fins de adoção de eventuais medidas judiciais cabíveis de natureza criminal.

99. Em relação ao caso concreto, com base nas conclusões gerais acima referidas, dou provimento ao recurso para que seja revogada a exigência de comprovação do oferecimento do direito de retratação aos investidores que já estão vinculados ao empreendimento.

100. É o meu voto.

Rio de Janeiro, 12 de abril de 2016.

Gustavo Tavares Borba

[1] Art. 20. O ofertante deverá dar conhecimento da suspensão ou do cancelamento aos investidores que já tenham aceitado a oferta, facultando-lhes, na hipótese de suspensão, a possibilidade de revogar a aceitação até o quinto dia útil posterior ao recebimento da respectiva comunicação.

Parágrafo único. Terão direito à restituição integral dos valores, bens ou direitos dados em contrapartida aos valores mobiliários ofertados, na forma e condições do Prospecto:

I - todos os investidores que já tenham aceitado a oferta, na hipótese de seu cancelamento; e

II - os investidores que tenham revogado a sua aceitação, na hipótese de suspensão, conforme previsto no caput.

Art. 27. A modificação deverá ser divulgada imediatamente através de meios ao menos iguais aos utilizados para a divulgação da oferta e as entidades integrantes do consórcio de distribuição deverão se acautelar e se certificar, no momento do recebimento das aceitações da oferta, de que o manifestante está ciente de que a oferta original foi alterada e de que tem conhecimento das novas condições.

Parágrafo único. Na hipótese prevista no caput, os investidores que já tiverem aderido à oferta deverão ser comunicados diretamente, por correio eletrônico, correspondência física ou qualquer outra forma de comunicação passível de comprovação, a respeito da modificação efetuada, para que confirmem, no prazo de 5 (cinco) dias úteis do recebimento da comunicação, o interesse em manter a declaração de aceitação, presumida a manutenção em caso de silêncio.

[2] Ofício nº 346/2015/CVM/SRE/GER-2.

[3] Delega competência à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários para conceder dispensas em ofertas públicas de distribuição de contratos de investimento coletivo no âmbito de projetos imobiliários vinculados à participação em resultados de empreendimento hoteleiro, nas hipóteses que especifica.

[4] Refere-se ao documento intitulado “CVM alerta para ofertas irregulares de investimento em empreendimentos imobiliários” divulgado pela CVM em 12/12/2013. A SRE refere-se a esse documento como Ofício de Alerta.

[5] Art. 19. A CVM poderá suspender ou cancelar, a qualquer tempo, a oferta de distribuição que: (...)

I - esteja se processando em condições diversas das constantes da presente Instrução ou do registro; ou

II - tenha sido havida por ilegal, contrária à regulamentação da CVM ou fraudulenta, ainda que após obtido o respectivo registro.

§1º A CVM deverá proceder à suspensão da oferta quando verificar ilegalidade ou violação de regulamento sanáveis.

§2º O prazo de suspensão da oferta não poderá ser superior a 30 (trinta) dias, durante o qual a irregularidade apontada deverá ser sanada.

§3º Findo o prazo referido no § 2º sem que tenham sido sanados os vícios que determinaram a suspensão, a CVM deverá ordenar a retirada da oferta e cancelar o respectivo registro.

§4º A rescisão do contrato de distribuição importará no cancelamento do registro.

[6] Art. 25. Havendo, a juízo da CVM, alteração substancial, posterior e imprevisível nas circunstâncias de fato existentes quando da apresentação do pedido de registro de distribuição, ou que o fundamentem, acarretando aumento relevante dos riscos assumidos pelo ofertante e inerentes à própria oferta, a CVM poderá acolher pleito de modificação ou revogação da oferta.

§1º O pleito de modificação da oferta presumir-se-á deferido caso não haja manifestação da CVM em sentido contrário no prazo de 10 (dez) dias úteis, contado do seu protocolo na CVM.

§2º Tendo sido deferida a modificação, a CVM poderá, por sua própria iniciativa ou a requerimento do

ofertante, prorrogar o prazo da oferta por até 90 (noventa) dias.

§3º É sempre permitida a modificação da oferta para melhorá-la em favor dos investidores ou para renúncia a condição da oferta estabelecida pelo ofertante.

[7] Art. 34. O incorporador poderá fixar, para efetivação da incorporação, prazo de carência, dentro do qual lhe é lícito desistir do empreendimento.

Art. 36. No caso de denúncia de incorporação, nos termos do art. 34, se o incorporador, até 30 dias a contar da denúncia, não restituir aos adquirentes as importâncias pagas, êstes poderão cobrá-la por via executiva, reajustado o seu valor a contar da data do recebimento, em função do índice geral de preços mensalmente publicado pelo Conselho Nacional de Economia, que reflita as variações no poder aquisitivo da moeda nacional, e acrescido de juros de 6% ao ano, sôbre o total corrigido.

[8] Art. 63. É lícito estipular no contrato, sem prejuízo de outras sanções, que a falta de pagamento, por parte do adquirente ou contratante, de 3 prestações do preço da construção, quer estabelecidas inicialmente, quer alteradas ou criadas posteriormente, quando fôr o caso, depois de prévia notificação com o prazo de 10 dias para purgação da mora, implique na rescisão do contrato, conforme nêle se fixar, ou que, na falta de pagamento, pelo débito respondem os direitos à respectiva fração ideal de terreno e à parte construída adicionada, na forma abaixo estabelecida, se outra forma não fixar o contrato.

[9] Memorando nº 4/2016-CVM/SRE/GER-2, de 22/01/2016.

[10] Art. 16. O pedido de registro poderá ser indeferido nas seguintes hipóteses:

I - por inviabilidade ou temeridade do empreendimento ou inidoneidade dos fundadores, quando se tratar de constituição de companhia; ou

II - quando não forem cumpridas as exigências formuladas pela CVM, nos prazos previstos nesta Instrução.

[11] Cita voto da Diretora Luciana Dias no âmbito do PACVM RJ2014/11297.

[12] Art. 21. As ofertas públicas de distribuição deverão ser realizadas em condições que assegurem tratamento equitativo aos destinatários e aceitantes das ofertas, permitida a concessão de prioridade aos antigos acionistas, sem prejuízo do disposto nos arts. 23 e 33, § 3º.

[13] Documento SEI nº 0092119.

[14] Documento SEI nº 0092094.

[15] A constituição de contratos de investimento coletivo como valor mobiliário foi realizada por meio da Medida Provisória Nº 2.110-40, de 26/01/2001, posteriormente convertida na Lei nº 10.198, de 14/02/2001, esta alterada pela Medida Provisória nº 2.181-45, 24/08/2001.

[16] Verifique-se, a propósito, a redação original do art. 2º da Lei 6.385/76:

Art. 2º - São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

I - as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição;

II - os certificados de depósito de valores mobiliários;

III - outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional.

[17] Art. 2º, com as alterações realizadas pela Lei nº 11.303/01, passou a conter a seguinte lista de valores mobiliários:

Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;

II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;

III - os certificados de depósito de valores mobiliários;

IV - as cédulas de debêntures;

V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;

VI - as notas comerciais;

VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;

VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e

IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

[18] Mattos Filho, Ary Osvaldo. Valores Mobiliários; in **Tratado de Direito Comercial – vol. 3: Sociedade Anônima**. Cood. Fabio Ulhoa Coelho. São Paulo: Saraiva, v. 3, 2015. p. 36/37.

[19] Para maior aprofundamento sobre a evolução da jurisprudência americana sobre o tema, sugere-se a leitura do artigo jurídico referido na nota de rodapé anterior.

[20] Relevante anotar que, segundo precedentes do colegiado, uma vez finalizada a distribuição dos valores mobiliários cessaria a competência da CVM para fiscalização e registro dos emissores. Vide Processo CVM n.º RJ-2014/11297, de relatoria da Diretora Luciana Dias, apreciado pelo Colegiado em 04/03/2015.

[21] Processos RJ2014/1503, RJ2014/6342, RJ2014/5323, RJ2014/6202, RJ2014/9466, RJ2014/10135, entre outros.

[22] “Em algum lugar do passado: segurança jurídica, direito intertemporal e o novo código civil”. In: *Constituição e segurança jurídica: direito adquirido, ato jurídico perfeito e coisa julgada. Estudos em homenagem a José Paulo Sepúlveda Pertence*. Cármen Lúcia Antunes Rocha (Org.). 2. ed. rev. e ampl. Belo Horizonte: Fórum, 2005, p. 137-163.

[23] “O aggiornamento do direito civil brasileiro e a confiança negocial”, in *Repensando fundamentos do direito civil contemporâneo*, pag. 115/116.

[24] Anderson Schreiber, em sua obra “A Proibição de Comportamento Contraditório – Tutela da confiança e *venire contra factum proprium*”, conclui que a “*a confiança tem desempenhado um papel fundamental na compreensão da boa-fé objetiva, a ponto de já ser a boa-fé definida como ‘uma confiança adjetivada ou qualificada como boa, isto é, como justa correta ou virtuosa’*” (2º ed.; pag. 91).

Patrícia Ferreira Baptista, por sua vez, em excelente monografia sobre o tema, explica que: “a aplicação do princípio da segurança jurídica não importará em superação da legalidade, mas ao contrário se traduzirá em respeito a ela. Como destaca César García Novoa, ‘a legalidade que se deriva de um modelo de Estado que ampara a segurança jurídica é a legalidade entendida como juridicidade da atuação do Poder Público’. Assim, quando princípio de *status* constitucional inserido na cláusula do Estado de Direito, a segurança jurídica íntegra, ela própria, o conteúdo da legalidade administrativa.” (“Segurança Jurídica e Proteção da Confiança Legítima no Direito Administrativo”, Tese de Doutorado na USP – 2006, pag. 60)

[25] Observe-se que a questão guarda certa similitude com o erro de proibição próprio do âmbito penal (art. 21 do CP), que, na explicação de Cezar Roberto Bittencourt, “*incide sobre a ilicitude de um comportamento. O agente supõe, por erro, ser lícita a sua conduta, quando, na realidade, ela é ilícita. O objeto do erro não é, pois, nem a lei, nem o fato, mas a ilicitude, isto é, a contrariedade do fato em relação à lei. O agente supõe permitida uma conduta proibida. [...] O erro de proibição, quando inevitável, exclui, portanto, a culpabilidade, impedindo, nos termos do caput do art. 21, a imposição de qualquer tipo de pena, em razão de não haver crime sem culpabilidade. Se o erro de proibição for*

evitável, a punição se impõe, sem alterar a natureza do crime, dolosa ou culposa, mas com pena reduzida, de acordo com o art. 21 e seu parágrafo único.” (BITTENCOURT, Cezar Roberto. Tratado de Direito Penal, Parte Geral – Volume I. São Paulo: Saraiva, 2012, 17ª ed., p. 191)

[26] A própria Lei 10.303/01, quando editada, previu *vacatio legis* de 120 dias, porque sabia da relevância das modificações que estavam sendo realizadas na Lei 6.385/76.

[27] Art. 25 (...)

§1º O pleito de modificação da oferta presumir-se-á deferido caso não haja manifestação da CVM em sentido contrário no prazo de 10 (dez) dias úteis, contado do seu protocolo na CVM.

§2º Tendo sido deferida a modificação, a CVM poderá, por sua própria iniciativa ou a requerimento do ofertante, prorrogar o prazo da oferta por até 90 (noventa) dias.

[28] Art . 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão.

[29] Art . 20. A Comissão mandará suspender a emissão ou a distribuição que se esteja processando em desacordo com o artigo anterior, particularmente quando:

I - a emissão tenha sido julgada fraudulenta ou ilegal, ainda que após efetuado o registro;

II - a oferta, o lançamento, a promoção ou o anúncio dos valores se esteja fazendo em condições diversas das constantes do registro, ou com informações falsas dolosas ou substancialmente imprecisas.

[30] Anote-se, para que não surjam interpretações equivocadas, que a CVM não está conferindo direito de retratação a ninguém (o que certamente estaria fora de sua competência), mas apenas condicionado o registro ou dispensa de registro ao cumprimento de uma exigência.

[31] Processos RJ2014/1503, RJ2014/6342, RJ2014/5323, RJ2014/6202, RJ2014/9466, RJ2014/10135, entre outros.

[32] ARAÚJO, Valter Shuenquener de. **O princípio da proteção da confiança:** uma nova forma de tutela do cidadão diante do Estado. Niterói: Impetus, 2009, p. 226

[33] Recomenda-se uma extensiva divulgação parte da presente decisão por todos os meios disponíveis por esta CVM, bem como por meio das entidades representativas de classe do setor imobiliário e hoteleiro, como SECOVI, ABRAINC, FOHB, ADEMI, ABIH, entre outras.

[34] Como já exposto, a regra da retratação possui alguns inconvenientes práticos para a viabilidade do empreendimento, bem como alguns riscos ao mercado, mas muito mais danoso do que isso seria a tolerância, por prazo indeterminado, de distribuições realizadas sem a devida regularização na CVM (art. 19 da lei 6.385/76).



Documento assinado eletronicamente por **Gustavo Rabelo Tavares Borba, Diretor**, em 15/04/2016, às 11:07, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0097471** e o código CRC **F4488DBB**.
This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0097471** and the "Código CRC" **F4488DBB**.