



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

Manifestação de Voto

1. O presente caso discute recurso contra condição estabelecida pela Superintendência de Registros de Valores Mobiliários (“SRE”) para deferimento do pedido de dispensa de registro de oferta pública de distribuição de contratos de investimento coletivo (“CIC(s)”) compostos por unidades autônomas hoteleiras referentes ao empreendimento hoteleiro Intercity São Leopoldo (“Empreendimento”).
2. Em síntese, Oliva Construções e Empreendimentos Imobiliários Ltda. e Ich Administração Hoteleira S.A. (“Recorrentes” ou “Ofertantes”) protocolaram na CVM, em 25.09.2015, pedido de dispensa de registro para a distribuição pública de 37 CICs, sendo que o Empreendimento conta com um total de 135 unidades autônomas. Ao analisar o pedido, a SRE verificou que 75 unidades teriam sido comercializadas pelos Recorrentes em período anterior ao pleito.
3. A área considerou tal comercialização irregular, exigindo como condição para a dispensa de registro pleiteada que os Ofertantes concedessem aos adquirentes dos 75 CICs a possibilidade de

revogarem a aceitação da oferta (“Direito de Retratação”), com fundamento nos artigos 20 e 27 da Instrução CVM nº 400/2003 (“Instrução 400”), pelas razões expostas no Memorando nº 4/2016-CVM/SRE/GER-2[1].

4. Em seu voto, o Diretor Relator propõe o deferimento do recurso em favor das Recorrentes, pontuando o que se segue:

i. Entre a vigência da Lei nº 10.303/2001 (“Lei 10.303”), em **01.03.2002**, e a divulgação do Alerta ao Mercado pela CVM (“Alerta”), em **12.12.2013**, não haveria segurança jurídica quanto à classificação do investimento em condo-hotel como sendo um valor mobiliário;

ii. Tal insegurança seria consequência da ausência de manifestação da CVM nesse interregno, que teria permanecido omissa, seja orientando, supervisionando ou fiscalizando esse mercado;

iii. O período entre **12.12.2013** e **17.03.2015**, data da edição da Deliberação CVM nº 734/2015 (“Deliberação 734”), envolveria certa nebulosidade, pois ainda haveria necessidade de assimilação da interpretação pelo mercado;

iv. Apenas com a edição da Deliberação 734 foi que a CVM fixou regras claras sobre o pedido de dispensa de registro, de modo que, até aquele momento, não seria conveniente considerar irregulares as emissões feitas sem registro ou dispensa;

v. Embora pareça razoável a concessão do Direito de Retratação aos investidores que tenham adquirido CICs no âmbito de uma oferta irregular, nem a Instrução 400 tampouco a Deliberação 734 preveem essa exigência como condição para o registro ou dispensa de registro da oferta;

vi. **Não houve a suspensão da oferta** de que trata o artigo 20 da Instrução 400, uma vez que inexistiu qualquer pronunciamento de suspensão específico para o caso e **o Alerta não implicava na suspensão geral e indiscriminada**;

vii. O artigo 27 da Instrução 400, que trata de modificação da oferta, seria inaplicável ao caso, uma vez que não foram alteradas as condições da oferta, o que teria que ser excepcional e previamente deferido pela CVM;

viii. Portanto, o Colegiado deveria fixar entendimento a respeito da necessidade de concessão do Direito de Retratação para todos os investidores previamente vinculados ao empreendimento no caso de ofertas irregulares, bem como a Deliberação 734 deveria ser alterada para prever essa nova interpretação; e

ix. Essa nova interpretação teria efeitos prospectivos e diferidos de modo a atingir apenas as emissões que viessem a ser apresentadas para dispensa de registro na CVM após o prazo de 60 dias contados da publicação da decisão do Colegiado sobre o recurso, a fim de estimular a regularização dos registros de ofertas irregulares.

5. Concordo com a decisão final do Diretor Relator de deferimento do recurso apresentado pelos Ofertantes, porém, peço licença para divergir de certos entendimentos adotados em seu voto.
6. Analisando a cronologia dos fatos, me parece que a primeira ocasião em que a CVM se manifestou sobre o assunto, em alguma medida, foi por meio da divulgação da Deliberação CVM nº 716, em **23.10.2013**. Apesar de específica para aquele caso concreto, a *stop order* alertou o público sobre a oferta irregular de CICs de condo-hotel promovida por Hétilo do Brasil Empreendimentos Ltda. ME.
7. Vale notar que, no Comunicado divulgado no *website* da Autarquia a respeito da referida *stop order*, foi ressaltado que a CVM não possui “*o poder de determinar o ressarcimento de eventuais prejuízos de pessoas que aderiram à oferta irregular em questão, uma vez que sua atuação ocorre no âmbito administrativo*” e que “*em caso de eventual prejuízo, a indenização deve ser perseguida junto ao Poder Judiciário*”[\[2\]](#).
8. Outros casos semelhantes chegaram ao conhecimento da CVM naquele momento. Preocupada com o potencial lesivo de tais ofertas irregulares ao mercado, cerca de um mês e meio após a *stop order*, a Autarquia externou de forma objetiva a sua interpretação a respeito da caracterização do condo-hotel como CIC por meio da publicação do Alerta em seu *website*, em **12.12.2013**[\[3\]](#).
9. O comunicado menciona que a CVM vinha observando a ocorrência de situações que poderiam 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, esclarecendo que, em casos comuns à época, os investimentos eram direcionados a sociedades em conta de participação por meio da compra e venda de frações ideais de imóveis correspondentes a cotas das sociedades.
10. Nesse contexto, o Alerta teve por objetivo precaver os investidores sobre a ocorrência de situações que **poderiam configurar captação irregular**, bem como alertar incorporadores e corretores de imóveis que a oferta de tais oportunidades de investimento **deveria observar a legislação em vigor**, notadamente a obtenção dos **prévios registros** na CVM, com o intuito de reduzir a incidência dessas ofertas irregulares.
11. Após a divulgação da interpretação da CVM, foram protocolados, nos anos de 2014 e 2015, respectivamente, cerca de 30 e de 35 pedidos de dispensa de registro de CICs de condo-hotel envolvendo unidades imobiliárias hoteleiras ou frações, com fundamento no artigo 4º da Instrução 400. Conforme verificado junto à área técnica, pelo menos metade dos pedidos envolvia distribuição pública já iniciada anteriormente ao pleito.
12. Nesse mesmo período, o Colegiado da CVM apreciou e deferiu a dispensa de registro em nove ocasiões, estabelecendo requisitos e parâmetros para o tratamento de casos semelhantes.

13. Diante da massa crítica adquirida pela Autarquia a partir da análise desses precedentes, o Colegiado decidiu delegar à SRE competência para que a própria área pudesse conceder tais dispensas diretamente, com base nos requisitos fixados pelo Colegiado quando do julgamento dos pedidos de dispensa de registro, o que ocorreu por meio da edição da Deliberação 734.
14. Ao analisar essa dinâmica, me parece que a não atuação da CVM logo após a alteração do regime jurídico sobre o conceito de valor mobiliário (que, diga-se de passagem, ocorreu em 1998 com a edição da Medida Provisória nº 1.637[4] e da Instrução CVM nº 296) decorre do fato de não ter chegado ao seu conhecimento, naquele período, seja por meio de denúncias de participantes do mercado, seja pelo próprio processo de fiscalização da Autarquia à época[5], que CICs sob o modelo de negócios específico de um condo-hotel estavam sendo ofertados publicamente.
15. Inclusive, a CVM chegou a divulgar duas *stop order* em 2006[6] e em 2012[7], alertando o público investidor sobre a oferta irregular de empreendimentos imobiliários, porém com características diversas de condo-hotel, evidenciando a sua atuação nesse setor.
16. O primeiro caso envolvia a oferta de ações de uma companhia fechada, que utilizaria os recursos arrecadados na construção de uma hospedagem estudantil em Campinas; no segundo caso, a Aliança Incópori Incorporação & Planejamento Ltda. estaria ofertando CICs no âmbito de projeto chamado “Tijolinho”, envolvendo incorporação de imóveis.
17. Por todo o exposto acima, não me parece certo dizer que a Autarquia foi omissa, inerte ou teve dúvidas quanto ao tratamento da matéria, como parece entender o Diretor Relator, notadamente no parágrafo 23 de seu voto, onde afirma que “*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*” (grifo nosso), além dos parágrafos 47 e 48.
18. De todo modo, a inexistência de pronunciamento da CVM sobre a regularidade ou não de determinada conduta do mercado **não** possui o efeito de validar eventuais ilegalidades observadas.
19. O Colegiado já se manifestou nesse sentido na esfera sancionadora. Na ocasião, o voto vencedor[8], esclareceu que “*não há qualquer norma legal permitindo que se interprete a ausência de atuação preventiva da CVM como causa para a preclusão administrativa da atividade sancionadora de eventual irregularidade cometida no mercado de valores mobiliários*”.
20. E esse entendimento para fins de *enforcement*, onde as garantias do administrado são até mais rígidas, também deve nortear a atuação da CVM no âmbito da supervisão.

21. Feitas essas observações, para a apreciação do mérito do presente recurso, acredito que uma primeira pergunta deve ser respondida: se a aplicação do Direito de Retratação, conforme proposta pela SRE, encontra respaldo na regulamentação atual, notadamente os artigos 20 e 27 da Instrução 400 que tratam, respectivamente, da suspensão e modificação da oferta.
22. Eu entendo que não.
23. A suspensão, segundo o artigo 19 da Instrução 400, é cabível nos casos em que a distribuição esteja se processando em condições diversas das da Instrução 400 ou do registro, ou tenha sido considerada ilegal, contrária à regulamentação da CVM ou fraudulenta, não devendo ultrapassar 30 dias^[9]. Por sua vez, o artigo 20 estabelece que o ofertante deverá dar conhecimento da suspensão aos aceitantes da oferta, facultando-lhes a possibilidade de revogá-la até o quinto dia útil posterior ao recebimento da comunicação.
24. A área técnica defende que o Alerta de **12.12.2013** equivaleria a um aviso genérico dirigido ao mercado para suspensão das ofertas de irregulares, tendo em vista a impossibilidade de identificar todas as distribuições de CIC de condo-hotéis que estariam em curso de forma indevida.
25. No entanto, essa não me parece uma interpretação possível.
26. Além de concordar com as conclusões do Diretor Relator a esse respeito, acredito que a suspensão seja um comando *inter partes*, que necessita da observância de determinadas formalidades tais como a identificação do fato irregular por parte da CVM para fins de correção dos vícios, individualização de condutas e atribuição de responsabilidades, em atenção aos princípios constitucionais do contraditório e da ampla defesa.
27. Também a Lei nº 9.784/1999, que rege o processo administrativo no âmbito da Administração Pública Federal, consagra a **observância das formalidades** essenciais à garantia dos direitos dos administrados como um princípio a ser perquirido pela administração^[10].
28. Portanto, a validade do ato da administração está sujeita aos procedimentos da norma, que não podem ser ultrapassados, sob pena de abalo da segurança jurídica e outras garantias fundamentais.
29. No caso, o processo de suspensão deve ser próprio e específico, de modo que o Alerta geral dirigido ao mercado, informando a respeito da necessidade de cumprimento da legislação pertinente, não pode ser considerado como fato gerador da suspensão de toda e qualquer oferta irregular de CIC envolvendo condo-hotel. Logo, o Alerta **não** teve o condão de suspender a distribuição realizada pelas Recorrentes.

30. Entender de modo contrário ocasionaria distorções na própria aplicação da regra: por exemplo, se o Alerta de **12.12.2013** pudesse suspender todas as ofertas irregulares de um modo geral, o prazo de 30 dias de que trata o § 2º do artigo 19 da Instrução CVM 400 já teria se esgotado, de modo que a CVM já deveria ter ordenado a retirada da oferta, em observância ao § 3º do mencionado artigo.
31. A SRE também alega que o Direito de Retratação seria cabível, devido à **modificação** da oferta por ocasião da apresentação de novos documentos, tais como prospectos resumidos e estudos de viabilidade, em observância à Deliberação 734.
32. Concordo com o Diretor Relator sobre a inaplicabilidade da modificação no caso concreto, porém por razão diversa daquela descrita no item (vii) do parágrafo 4º acima.
33. O artigo 25 da Instrução 400, que trata do assunto, diz que a CVM poderá promover a modificação ou revogação da oferta nos casos de alteração substancial, posterior e imprevisível nas circunstâncias de fato existentes **quando da apresentação do pedido de registro de distribuição**, capazes de acarretar aumento relevante dos riscos assumidos pelo ofertante e inerentes à própria oferta.
34. Em outras palavras, as circunstâncias presentes no momento da análise do pedido de modificação devem ser comparadas com aquelas existentes à época do pedido de registro, que é pressuposto fático para a aplicação do instituto^[11].
35. Portanto, em se tratando de ofertas consideradas irregulares por terem sido processadas sem registro ou sem dispensa, ou seja, à margem da atividade registraria da CVM, não acho possível a aplicação da regra da modificação, como pretende a área.
36. Não obstante o acima exposto, o Direito de Retratação me parecer ser uma medida saudável e protetiva do investidor que adquire valores mobiliários no bojo de uma distribuição com as características acima.
37. Porém, como esclarecido, a regulamentação atual relativa ao mercado de capitais não comporta essa possibilidade – a não ser que o Direito de Retirada tenha sido oferecido como contrapartida aos investidores no âmbito de termo de compromisso celebrado com a Autarquia.
38. Por isso, entendo que a Deliberação 734 deveria ser alterada para endereçar, como condição de dispensa de registro por parte da SRE, a concessão do Direito de Retratação, pelo emissor, a todos aqueles investidores que adquiriram CICs de condo-hotel no âmbito de uma distribuição realizada sem o devido registro ou dispensa, nos termos da proposta anexa a esse voto.

39. Entendo também que essa exigência deverá operar efeitos a partir da publicação da presente decisão, já que a Deliberação 734 é mera delegação de competência, ou seja, ela endereça o que seria a própria manifestação de vontade do Colegiado e atribui à área técnica a responsabilidade pela execução dessa vontade.
40. Porém, diferente da conclusão do Diretor Relator, acredito que a nova exigência deva alcançar aqueles CICs ofertados irregularmente (ou seja, sem o devido registro ou dispensa de registro) a partir da publicação da presente decisão, em atenção ao princípio da irretroatividade.
41. Considerando a conclusão acima exposta, entendo que a proposta do Diretor Relator de concessão de 60 dias para estimular a regularização dos registros deixa de ter sentido, pois a nova regra não alcançará as distribuições realizadas anteriormente a essa decisão.
42. Por fim, gostaria de destacar que concordo com o Diretor Relator quanto à necessidade de que sejam intensificadas as medidas de *enforcement* em relação às ofertas irregulares por parte da área técnica, nos termos do parágrafo 98 de seu voto.
43. É como voto.

Rio de Janeiro, 12 de abril de 2016.

Leonardo P. Gomes Pereira

[1] Segundo a área técnica, a exigência não compreendeu as 23 unidades autônomas que foram objeto de permuta na transação envolvendo o terreno do Empreendimento, uma vez que tal operação foi considerada como uma negociação privada.

[2] Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2013/20131024-5.html>.

[3] Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2013/20131212-1.html>.

[4] Posteriormente convertida na Lei 10.303.

[5] Atualmente, a CVM conta com um modelo de supervisão baseada em risco (SBR) cujas diretrizes são definidas bienalmente, canalizando a sua atenção para mercados, produtos e entidades supervisionadas que demonstrem maior probabilidade de apresentar falhas em sua atuação e representem um maior dano potencial aos investidores ou integridade do mercado.

[6] Deliberação CVM nº 508, de 20.09.2006.

[7] Deliberação CVM nº 682, de 23.08.2012.

[8] Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/10060, julgado em 10.11.2015.

[9] Artigo 19, parágrafo 2º.

[10] Artigo 2º, parágrafo único, inciso VIII.

[11] Em uma leitura sistemática, a modificação também se aplica nos casos de ofertas dispensadas de registro (automaticamente ou não), onde há atividade registraria da CVM, se norma específica não afastar a incidência da Instrução 400, como é o caso da Instrução CVM nº 476/2009.

ANEXO

DELIBERAÇÃO CVM Nº XXXX, DE [==] DE ABRIL DE 2016

Altera a Deliberação CVM nº 734, de 17 de março de 2015.

O PRESIDENTE DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM com base no art. 12 da Lei nº 9.784, de 29 de janeiro de 1999, no Decreto nº 83.937, de 6 de setembro de 1979, e no uso da competência que lhe confere os arts. 16, inciso XI e 17, inciso XIII, do Regimento Interno, aprovado pela Portaria nº 327, de 11 de julho de 1977, do Ministro da Fazenda, torna público que o Colegiado, em reunião realizada em XX de abril de 2016,

DELIBEROU:

Art. 1º Os incisos I e IV da Deliberação CVM nº 734, de 17 de março de 2015, passam a vigorar com a seguinte redação:

“I –

a) ofertantes: a sociedade administradora do empreendimento hoteleiro em conjunto com a sociedade incorporadora ou, na falta desta, a sociedade responsável pela oferta das partes ideais do condomínio geral;

b) CIC: o conjunto de instrumentos contratuais ofertados publicamente no âmbito do empreendimento hoteleiro; e

c) direito de retratação: possibilidade de o investidor revogar a sua decisão de adquirir o CIC distribuído sem o registro de que trata a Instrução CVM nº 400, de 2003, ou sem a concessão de dispensa nos termos desta Deliberação.” (NR)

“IV –

.....

b) a oferta seja formulada em nome dos ofertantes, conjuntamente; e

c) seja concedido direito de retratação, quando aplicável, nos termos do inciso I, alínea “c”, dessa Deliberação.” (NR)

Art. 2º Esta Deliberação entra em vigor na data de sua publicação.

Original assinado por

LEONARDO P. GOMES PEREIRA



Documento assinado eletronicamente por **Leonardo Porciúncula Gomes Pereira, Presidente**, em 15/04/2016, às 11:29, 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 **0097724** e o código CRC **0CC96A19**.
*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0097724** and the "Código CRC" **0CC96A19**.*
