



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº 19957.005730/2016-00

REG. COL. 0350/16

Interessados: MH INN Empreendimentos Imobiliários SPE Ltda. e Atlântica Hotels International (Brasil) Ltda.

Assunto: Recurso contra exigência da Superintendência de Registros de Valores Mobiliários – SRE em Processo de Dispensa de Registro de Oferta Pública de Contratos de Investimento Coletivo (CIC) em Condo-Hotéis

Diretor-Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes

Relatório

I. Do Objeto

1. Trata-se de recurso interposto por MH INN Empreendimentos Imobiliários SPE Ltda. e Atlântica Hotels International (Brasil) Ltda. (“**Recorrentes**”) contra exigência da Superintendência de Registros de Valores Mobiliários – SRE de adequação dos documentos relativos ao pedido de dispensa de registro de oferta pública de distribuição de Contratos de Investimento Coletivo referentes ao empreendimento imobiliário de natureza hoteleira “SLEEP INN JACAREÍ” ao disposto na alínea (a) do inciso III da Deliberação CVM nº 734, de 2015, que determina que só podem ser objeto das dispensas relacionadas na Deliberação as unidades imobiliárias autônomas destinadas exclusivamente a investidores que possuam ao menos R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) de patrimônio ou que invistam ao menos R\$300.000,00 (trezentos mil reais) na Oferta.

II. Dos Fatos

2. Em 29.07.2016, as Ofertantes protocolaram na CVM o Pedido de Dispensa de Registro de 60 CICs do empreendimento “SLEEP INN JACAREÍ” (“**Empreendimento**”), com base no artigo



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

19, parágrafo 5º, inciso I da Lei n.º 6.385, de 1976¹ e no artigo 4º da Instrução CVM nº 400, de 2009², com valor unitário de R\$246.700,00.

3. Na ocasião, as Ofertantes solicitaram que o Pedido de Dispensa de Registro fosse submetido à apreciação do Colegiado, uma vez que o valor das unidades autônomas não alcançava o patamar unitário de R\$300.000,00 (trezentos mil reais) requerido pelo inciso III da Deliberação CVM nº 734, de 2015.

4. Inicialmente, a SRE negou o pedido de apreciação pelo Colegiado³, orientando as Ofertantes a adaptarem a documentação da Oferta aos requisitos estabelecidos na Deliberação CVM nº 734, de 2015, esclarecendo que: (i) a norma não obriga que o valor da unidade autônoma seja de, no mínimo, R\$ 300.000,00, mas que o investimento deve ter como piso tal valor; e (ii) as ofertas já analisadas que tiveram unidades autônomas com valores abaixo de R\$ 300.000,00 solucionaram a obrigatoriedade de adequação ao disposto na norma, exigindo a comprovação, pelo investidor, de patrimônio mínimo de R\$ 1.000.000,00 ou informando a necessidade de aquisição de mais de 1 unidade autônoma. O mesmo Ofício serviu ainda para comunicar outras exigências de ajustes nos documentos da Oferta.

5. Em 16.08.2016, juntamente com o atendimento das exigências elaboradas, as Ofertantes protocolaram tempestivamente recurso contra a decisão da SRE de não submeter à apreciação do Colegiado o Pedido de Dispensa de Registro em tela.

III. Das Alegações dos Recorrentes

6. Preliminarmente, os Recorrentes se detiveram a sintetizar os fatos supracitados, afirmando que o pedido de dispensa baseava-se, simplesmente, ao encaminhamento do pleito para análise do Colegiado.

7. Os Recorrentes alegaram que a decisão da SRE, ao indeferir o encaminhamento para análise do Colegiado da CVM, careceu de embasamento técnico e/ou jurídico, fundamentando-se apenas nos requisitos de dispensa automática contidos na Deliberação CVM nº 734, de 2015.

8. O Recurso assenta-se em três fundamentos: (i) incoerência do uso da Deliberação CVM nº 734, de 2015, como fundamento da manifestação da SRE; (ii) inexistência de requisitos de

¹ “Art. 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão. (...) § 5º - Compete à Comissão expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo: (...) I - definir outras situações que configurem emissão pública, para fins de registro, assim como os casos em que este poderá ser dispensado, tendo em vista o interesse do público investidor;”

² “Art. 4º Considerando as características da oferta pública de distribuição de valores mobiliários, a CVM poderá, a seu critério e sempre observados o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor, dispensar o registro ou alguns dos requisitos, inclusive divulgações, prazos e procedimentos previstos nesta Instrução.”

³ Ofício nº 564/2016-CVM/SRE/GER-2, de 01.08.2016.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

admissibilidade ao pedido de encaminhamento ao Colegiado; e (iii) princípios de acesso à ampla defesa, contraditório e devido processo legal.

9. Os Recorrentes arguíram que a referida Deliberação destina-se apenas a atribuir competência à SRE, não tendo alçada para criar norma cogente, não sendo razoável concluir que poderia ser utilizada como fundamento para cercear o direito das Ofertantes de requerer análise de pedido ao Colegiado.

10. Defendem que não há por esta Autarquia qualquer norma que institua requisitos de admissibilidade para o simples encaminhamento dessa pretensão ao Colegiado, conforme dispõe o art. 3º, inciso III, da Lei de Administração Pública⁴. Nesse tocante, reportam-se ao princípio da legalidade previsto no art.37, *caput*, da Constituição Federal⁵ e ao art. 50 da Lei nº 9.784, de 1999⁶, segundo o qual os atos administrativos deverão ser motivados, com indicação dos fatos e dos fundamentos jurídicos.

11. No que tange os direitos e garantias fundamentais, alegam que *“às Ofertantes não poderá ser negado este simples pedido de encaminhamento ao Colegiado, sob pena de não observância do acesso à ampla defesa, do contraditório e do devido processo legal, dispostos no Artigo 50, incisos 'LIV' e 'LV' da Constituição Federal”*.

12. Especificamente quanto ao valor das Unidades Hoteleiras, objeto do Pedido de Dispensa de Registro, os Recorrentes apresentaram os fundamentos a seguir reproduzidos:

- a) Para se determinar o valor de venda, as Ofertantes consideraram as seguintes informações dispostas no Estudo de Viabilidade: (i) as estimativas dos custos de construção, montagem, equipagem, decoração, enxoval, despesas pré-operacionais e capital de giro inicial; (ii) o cálculo da taxa interna de retorno e o cenário de rentabilidade do Empreendimento; e (iii) o valor do metro quadrado da região;
- b) A região possui um parque hoteleiro de pequeno porte, com uma demanda recente em razão da instalação de novas fábricas e empresas satélites além da região do Empreendimento;
- c) A exigência de capital mínimo do investidor limitaria o público alvo da Oferta com severas consequências para o processo de comercialização e viabilidade econômica do Empreendimento;

⁴ “Art. 3º O administrado tem os seguintes direitos perante a Administração, sem prejuízo de outros que lhe sejam assegurados: III - formular alegações e apresentar documentos antes da decisão, os quais serão objeto de consideração pelo órgão competente;”.

⁵ Art. 37. A administração pública direta e indireta de qualquer dos Poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios obedecerá aos princípios de legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência e, também, ao seguinte:

⁶ Art. 50. Os atos administrativos deverão ser motivados, com indicação dos fatos e dos fundamentos jurídicos, quando: I - neguem, limitem ou afetem direitos ou interesses;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- d) Conforme informações mercadológicas apresentadas no âmbito do Estudo de Viabilidade, o valor de venda das unidades autônomas do Empreendimento condiz com a realidade de mercado do segmento hoteleiro do Município de Jacareí, sendo que a venda de tais unidades por um preço igual ou superior a R\$300.000,00 (trezentos mil reais) inviabilizaria a Oferta e quaisquer esforços de venda;
- e) O valor mínimo de investimento em unidades autônomas de empreendimentos imobiliários deve ser compatível com a realidade econômica da localização geográfica do respectivo empreendimento sob risco de restringir, injustificadamente, a possibilidade da realização de ofertas de CICs destes tipos de empreendimentos em regiões com propriedades com valores proporcionalmente inferiores aos observados em regiões mais valorizadas;
- f) O aumento do valor de venda das unidades autônomas dos empreendimentos imobiliários meramente visando atender ao disposto no inciso III, alínea (a) da Deliberação CVM nº 734, de 2015, impactaria substancialmente a taxa interna de retorno e, conseqüentemente, a viabilidade e atratividade econômica destes empreendimentos; e que
- g) Não há qualquer incremento do risco ao se aceitar uma oferta de valor mínimo inferior ao valor mencionado na Deliberação, uma vez que as medidas de proteção serão suficientemente implementadas.

IV. Considerações da SRE:

13. Preliminarmente, a SRE esclareceu que optou por solicitar às Ofertantes a adaptação dos documentos da Oferta ao disposto na alínea (a) do inciso III da Deliberação CVM nº 734, de 2015, negando a submissão imediata ao Colegiado, em função de a norma ter sido recentemente editada a partir da análise de casos concretos, que originou um texto em que são explicitadas as principais características necessárias para que a oferta pública de CIC seja objeto das dispensas nela estabelecidas.

14. Em seguida, a SRE reiterou que não há qualquer óbice ao valor unitário das unidades autônomas inferior a R\$300.000,00, desde que, nesse caso, o investidor adquira mais de uma unidade.

15. A área técnica destacou que, ao restringir o público-alvo de tais ofertas, a CVM visa proteger o investidor frente aos riscos inerentes ao negócio, riscos esses que não devem ser afastados apenas pela localização geográfica do empreendimento em análise. A seu ver, independente da localização geográfica ou da realidade de mercado do segmento hoteleiro do Município de Jacareí, os investidores estarão expostos aos riscos mencionados na Deliberação CVM nº 734, de 2015, e inclusos no Prospecto da Oferta.

16. Assim sendo, a SRE concluiu que deve ser mantida a exigência de adequação dos documentos relativos ao Pedido de Dispensa de Registro dos 60 CICs do Empreendimento ao disposto na alínea (a) do inciso III da Deliberação CVM nº 734, de 2015, exigindo que haja comprovação, pelo investidor, de patrimônio mínimo de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) ou o



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

investimento mínimo de R\$300.000,00. Conseqüentemente, caso o valor da unidade autônoma seja inferior ao mencionado na norma, os documentos da Oferta deverão explicitar a necessidade de aquisição de mais de 1 CIC pelo investidor⁷.

V. Do Pedido de Urgência

17. Em 14.10.2016, os Recorrentes solicitaram a máxima urgência na apreciação do Recurso por este Colegiado, com o deferimento do pedido de Dispensa de Registro referente ao Empreendimento, pelas razões expostas a seguir:

- a) Em 30.06.2014, a Incorporadora celebrou Contrato de Financiamento junto ao Banco Santander (Brasil) S.A, por meio do qual foi concedido o valor no total de R\$13.510.000,00 (treze milhões e quinhentos e dez mil reais)⁸;
- b) No entanto, o valor do financiamento não era suficiente para construção de todo Empreendimento, devendo a Incorporadora arcar com recursos próprios, conforme o previsto no Contrato de Financiamento.
- c) A liberação das parcelas do financiamento é condicionada à apresentação mensal de um relatório de comercialização das unidades hoteleiras, comprovando o alcance mínimo do Índice de Recebíveis Pós Chaves igual ou superior a 1,20%. Ainda, a Incorporadora se deparava com uma situação em que era obrigada a quitar o valor total da dívida em até oito meses⁹;
- d) A situação da Incorporadora é delicada, já que, segundo alertado pelo Santander, caso as vendas não evoluam, as futuras liberações estarão comprometidas¹⁰;
- e) A Incorporada, no mês de Setembro, sofreu uma redução expressiva no valor a ser liberado, deixando de receber R\$192.429,74 (cento e noventa e dois mil reais, quatrocentos e vinte e nove reais e setenta e quatro centavos) de verbas para construção;
- f) A liberação das parcelas do financiamento também é condicionada ao cumprimento do Cronograma Físico de obras. Desse modo, diante da não observância do Índice de Recebíveis Pós Chaves esperado provocou uma retenção das parcelas do financiamento, que, por sua vez, gerou um atraso na obra;

⁷ MEMORANDO nº 38/2016-CVM/SRE/GER-2, de 01.9.2016.

⁸ Vide anexo "A" do referido requerimento.

⁹ Vide cláusulas "3- prazo do financiamento" e "14 – vencimento antecipado"

¹⁰ Vide anexo "B" do referido requerimento.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- g) A Incorporadora se encontra em face de uma retenção de seu financiamento no montante de R\$4.262.865,00 (quatro milhões, duzentos e sessenta e dois mil, e oitocentos e sessenta e cinco reais) e um atraso de 31,75% no andamento das obras do Empreendimento; e
- h) O grupo econômico da Incorporadora apresenta reputação ilibada no mercado imobiliário há 38 anos, e a conservação do *status quo* traz graves riscos à conclusão do Empreendimento, e conseqüentemente, à manutenção da fonte produtora, do emprego de trabalhadores e dos interesses dos credores.

É o relatório.

VOTO

1. Preliminarmente, entendo que não há que se falar em cerceamento de direitos, na medida em que, como esclarecido pela SRE em sua manifestação, a área técnica apenas optou, num primeiro momento, por solicitar às Ofertantes a adaptação dos documentos da Oferta, esclarecendo notadamente que as ofertas já analisadas, que tiveram unidades autônomas com valores abaixo de R\$300.000,00, solucionaram a obrigatoriedade de adequação ao disposto na norma exigindo a comprovação, pelo investidor, de patrimônio mínimo de R\$1.000.000,00 ou informando a necessidade de aquisição de mais de 1 unidade autônoma.
2. Corroboro que a intenção da SRE foi tão somente explicitar às Ofertantes, a partir dos casos concretos já analisados pelo Colegiado, e que culminaram na edição da Deliberação CVM nº 734, de 2015, as principais características necessárias para que a oferta pública de CIC seja objeto das dispensas estabelecidas na norma. Não vislumbro, ao contrário do que arguem os Recorrentes, nenhuma intenção da área técnica no sentido de instituir “requisitos de admissibilidade” para o encaminhamento de seu pedido ao Colegiado.
3. Aliás, quando do encaminhamento ao Colegiado, compete à área técnica apresentar todas as informações e documentos essenciais à análise do pleito, de forma a possibilitar uma decisão consciente e refletida, evitando o surgimento de dúvidas e, possivelmente, da devolução dos autos para esclarecimentos adicionais.
4. No mérito, os Recorrentes solicitam dispensa da exigência contida na alínea “a” do inciso III da Deliberação CVM nº 734, de 2015, referente à comprovação, pelo investidor, de patrimônio mínimo de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) ou o investimento mínimo de R\$300.000,00.
5. Segundo entendimento firmado pela CVM, os contratos que confirmam aos subscritores direito de participação nos resultados de determinado empreendimento hoteleiro constituem, de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

ordinário, contratos de investimento coletivo (CIC) e, quando ofertados publicamente, valores mobiliários, nos termos do inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385, de 1976¹¹.

6. Por sua vez, conforme disposto no art. 4º da Instrução CVM nº 400, de 2003, que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário e secundário, a CVM pode, a seu critério e sempre considerados o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor, dispensar o registro de tais ofertas ou alguns requisitos de registro.

7. Em 2015, ao editar a Deliberação CVM nº 734 — que delega competência à SRE para conceder dispensas em ofertas públicas de distribuição de CIC no âmbito de projetos imobiliários vinculados à participação em resultados de empreendimento hoteleiro —, a CVM considerou os seguintes fatores: (i) o crescimento desse tipo de oferta no mercado brasileiro; (ii) as diversas dispensas ao atendimento de certos dispositivos das normas que regulam as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, concedidas pelo Colegiado até então¹²; e (iii) a redução do cronograma do período de análise das ofertas públicas de distribuição de CIC que preenchessem requisitos já consolidados pelas decisões do Colegiado, caso a SRE fosse responsável pela concessão das dispensas.

8. Nesse contexto, foi delegada à SRE a competência para dispensar, observadas as condições previstas na Deliberação CVM nº 734, os seguintes requisitos estabelecidos nas normas que regulamentam as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários (inciso II):

- a) registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários de que trata o art. 19 da Lei nº 6.385, de 1976;
- b) registro de emissor de valores mobiliários de que trata o art. 21 da Lei nº 6.385, de 1976;
- c) contratação de instituição intermediária integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, nos termos do art. 2º, § 3º, inciso III da Lei nº 6.385, de 1976, e art. 3º, § 2º da Instrução CVM nº 400, de 2003; e
- d) cumprimento dos prazos de duração da oferta estabelecidos nos arts. 17 e 18 da Instrução CVM nº 400, de 2003.

9. Ainda de acordo com a Deliberação CVM nº 734, podem ser objeto das dispensas relacionadas acima as ofertas de CIC envolvendo esforços de venda de unidades imobiliárias autônomas destinadas exclusivamente a investidores que possuam ao menos R\$1.000.000,00 (um milhão de reais) de patrimônio ou invistam ao menos R\$300.000,00 (trezentos mil reais) na oferta (inciso III, alínea “a”).

10. As Recorrentes alegam que “*a exigência de capital mínimo do investidor limitaria o público alvo da Oferta com severas consequências para o processo de comercialização e viabilidade econômica do Empreendimento*”. Entretanto, há que se considerar que, como destacado pela SRE,

¹¹ Vide voto proferido pelo Diretor Pablo Renteria nos autos do Processo Administrativo CVM nº RJ2015/8781, apreciado pelo Colegiado em reunião realizada em 23.8.2016.

¹² Cita-se, como exemplos, os Processos RJ2014/1503, RJ2014/6342, RJ2014/5323, RJ2014/6202, RJ2014/9466, RJ2014/10135, RJ2014/10139, RJ2014/10089 e RJ2014/10045.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

ao restringir o público-alvo de tais ofertas a CVM atua em prol da proteção do investidor frente aos riscos inerentes ao negócio. Afinal, a aquisição de determinados valores mobiliários pressupõe uma capacidade do investidor de analisar sua estrutura, muitas vezes complexas, e de entender os riscos do investimento. E, uma das formas de se aferir tal capacidade, é o critério do patrimônio.

11. Nesse sentido, compartilho do entendimento exarado pela SRE de que os riscos a que os investidores estão expostos no caso concreto independe da localização geográfica ou da realidade de mercado do segmento hoteleiro do Município de Jacareí.

12. Por outro lado, a CVM está atenta às particularidades que permeiam este tipo de investimento, tanto que se encontra em curso a elaboração de minuta de Instrução que irá dispor sobre ofertas públicas de CIC em Condo-Hotéis. Todavia, em linha com a decisão proferida recentemente pelo Diretor Pablo Renteria no Processo Administrativo CVM nº RJ2015/8781, entendo que se deve deixar eventual mudança de entendimento para as discussões a serem travadas proximamente no âmbito da edição da instrução normativa.

13. Diante do exposto, voto pelo indeferimento do recurso com a consequente manutenção da decisão da SRE, por entender que deve ser mantida a exigência contida na alínea “a” do inciso III da Deliberação CVM nº 734, de 2015, referente à comprovação, pelo investidor, de patrimônio mínimo de R\$1.000.000,00 (um milhão de reais) ou o investimento mínimo de R\$300.000,00.

É como voto.

Rio de Janeiro, 1º de novembro de 2016.

Original assinado por

ROBERTO TADEU ANTUNES FERNANDES

DIRETOR RELATOR