



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

EXTRATO DE SESSÃO DE JULGAMENTO

DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº 19957.008081/2016-91 (RJ2016/8347)

Data do julgamento: 07/08/2018

Acusados: Hesa 84 Investimentos Imobiliários Ltda.

SEI Jundiaí Empreendimentos Imobiliários SPE Ltda.

SEI Novo Negócio 1 Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.

SEI Olga Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.

SEI Osasco Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.

SEI São Bernardo do Campo Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.

SEI Sorocaba Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.

Ementa: Oferta pública de contratos de investimento coletivo referentes a empreendimentos hoteleiros, sem a obtenção do registro previsto no art. 19 da Lei nº 6.385/76 e no art. 2º da Instrução CVM nº 400/03, e sem a dispensa prevista no inciso I, do §5º do art. 19 da Lei nº 6.385/76 e no art. 4º da Instrução CVM nº 400/03. Absoluções, advertências e multas.

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, com fulcro no art. 11, da Lei nº 6.385/76, decidiu:

1. Por maioria de votos, absolver as acusadas SEI Olga Empreendimentos Imobiliário SPE Ltda. e Hesa 84 Investimentos Imobiliários Ltda. pela realização de ofertas públicas no período compreendido entre o Alerta ao Mercado, emitido pela CVM em 12.12.2013, e o recebimento do OFÍCIO/CVM /SRE/nº 259/2014, em 14.05.2014;

2. Por unanimidade de votos, aplicar a penalidade de advertência às acusadas SEI Olga Empreendimentos Imobiliário SPE Ltda. e Hesa 84 Investimentos Imobiliários Ltda., em razão da pequena quantidade de unidades imobiliárias vendidas após o recebimento do OFÍCIO/CVM /SRE/nº259/2014, em 14.05.2014;

3. Por maioria de votos, aplicar à acusada SEI Osasco Empreendimento Imobiliário SPE Ltda. a penalidade de advertência, em virtude da pequena quantidade de unidades imobiliárias vendidas após o recebimento do OFÍCIO/CVM/SRE/nº259/2014, em 14.05.2014,

4. Por maioria de votos, pela oferta pública de contratos de investimento coletivo de empreendimentos hoteleiros sem o devido registro, ou dispensa de registro na CVM, em inobservância da legislação atualmente em vigor, aplicar à:

4.1. SEI Novo Negócio 1 Empreendimento Imobiliário SPE Ltda. a penalidade de multa pecuniária de R\$ 240.000,00.

4.2. Sorocaba Empreendimento Imobiliário SPE Ltda. a penalidade de multa pecuniária de R\$ 264.000,00;

4.3. SEI São Bernardo do Campo Empreendimento Imobiliário SPE Ltda. a penalidade de multa pecuniária de R\$ 240.000,00; e

4.4. SEI Jundiaí Empreendimento Imobiliário SPE Ltda. a penalidade pecuniária de R\$ 192.000,00.

A sessão de julgamento teve início em 10 de abril de 2018, ocasião em que o Diretor Relator Gustavo Borba votou pela condenação: (i) da SEI Novo Negócio 1 Empreendimento Imobiliário SPE Ltda. à penalidade de multa pecuniária de R\$40.000,00; (ii) da SEI Sorocaba Empreendimento Imobiliário SPE Ltda. à penalidade de multa de multa de R\$80.000,00; (iii) da SEI Osasco Empreendimento Imobiliário SPE Ltda. à penalidade de multa pecuniária de R\$40.000,00; (iv) da SEI São Bernardo do Campo Empreendimento Imobiliário SPE Ltda. a penalidade de multa de R\$120.000,00; (v) da SEI Jundiaí Empreendimento Imobiliário SPE Ltda. à penalidade de multa pecuniária de R\$120.000,00; (vi) da SEI Olga Empreendimento Imobiliário SPE Ltda. e Hesa 84 Investimentos Imobiliários Ltda. à penalidade de advertência, todos por infração ao art. 19 da Lei nº 6.385/76 e aos arts. 2º e 4º da Instrução CVM nº 400/03, ao realizarem oferta de valores mobiliários sem obtenção do registro, e sem a dispensa necessária. Nesta ocasião, o Diretor Henrique Machado pediu vista aos autos do processo.

Estiveram presentes os Diretores Gustavo Borba (Relator), Gustavo Machado Gonzalez, Henrique Machado e Pablo Renteria, que presidiu a sessão de julgamento devido à ausência do Presidente da CVM, Marcelo Barbosa. Presentes ainda a Procuradora Federal Luciana Dayer, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM e a representante de todas as acusadas, Daniella Fragoso.

Em 7 de agosto de 2018, na continuação da sessão de julgamento, o Diretor Henrique Machado apresentou sua manifestação de voto, segundo a qual: (i) aplicou penalidade de advertência às incorporadoras SEI Olga Empreendimento Imobiliário SPE, SEI Osasco Empreendimento Imobiliário SPE, e Hesa 84 Investimentos Imobiliários Ltda; (ii) aplicou à SEI Jundiaí Empreendimento Imobiliário SPE a penalidade de multa pecuniária de R\$ 192.000,00; (iii) aplicou à SEI Novo Negócio 1 Empreendimento Imobiliário SPE Ltda. a penalidade de multa pecuniária de R\$240.000,00; (iv) aplicou à SEI São Bernardo do Campo Empreendimento Imobiliário SPE Ltda. a penalidade de multa pecuniária de R\$240.000,00; (v) aplicou à SEI Sorocaba Empreendimento Imobiliário SPE a penalidade de multa pecuniária de R\$264.000,00 e (vi) absolveu SEI Olga Empreendimento Imobiliário SPE Ltda. e Hesa 84 Investimentos Imobiliários Ltda., pelas ofertas realizadas entre o Alerta ao Mercado emitido pela CVM em 12.12.2013 e o recebimento do OFÍCIO/CVM /SRE/Nº259/2014 em 14.05.2014.

Os Diretores Gustavo Machado Gonzalez e Pablo Renteria, bem como o Presidente da CVM, Marcelo Barbosa, acompanharam o voto do Diretor Henrique Machado.

Em tal data, participaram da sessão de julgamento os Diretores Gustavo Borba, Relator, Gustavo

Machado Gonzalez, Henrique Machado, Pablo Renteria e o Presidente da CVM, Marcelo Barbosa, que presidiu a sessão, assim como o procurador Leonardo Montanholi, por parte Procuradoria Federal Especializada da CVM, e a advogada Daniella Fragoso, representante de todas as incorporadoras acusadas.

Os acusados punidos terão prazo de 30 dias, a contar do recebimento de comunicação da CVM, para interpor recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, nos termos do art. 34 c/c art. 29, ambos da Lei nº 13.506/2017, prazo esse, ao qual, de acordo com a orientação fixada pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, poderá ser aplicado o disposto no art. 229 do Código de Processo Civil, que concede prazo em dobro para recorrer quando os litisconsortes tiverem diferentes procuradores.



Documento assinado eletronicamente por **Marcelo Santos Barbosa, Presidente**, em 26/10/2018, às 13:03, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Henrique Balduino Machado Moreira, Diretor**, em 26/10/2018, às 13:17, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Gustavo Machado Gonzalez, Diretor**, em 26/10/2018, às 13:27, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Pablo Waldemar Renteria, Diretor**, em 14/11/2018, às 15:36, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Gustavo Rabelo Tavares Borba, Usuário Externo**, em 23/12/2018, às 18:22, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0623124** e o código CRC **AADD4353**.
This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" 0623124 and the "Código CRC" AADD4353.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM 19957.008081/2016-91

Reg. Col. 0773/17

Acusadas: Hesa 84 Investimentos imobiliários Ltda.
SEI Jundiaí Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.
SEI Novo Negócio 1 Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.
SEI Olga Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.
SEI Osasco Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.
SEI São Bernardo do Campo Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.
SEI Sorocaba Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.

Assunto: Oferta pública de contratos de investimento coletivo referentes a empreendimentos hoteleiros, sem a obtenção do registro previsto no art. 19 da Lei nº 6.385/76 e no art. 2º da Instrução CVM nº 400/03, e sem a dispensa prevista no inciso I, do § 5º do art. 19 da Lei nº 6.385/76 e no art. 4º da Instrução CVM nº 400/03.

Diretor Relator: Gustavo Borba

RELATÓRIO

I. OBJETO E ORIGEM

1. Trata-se de Processo Administrativo Sancionador (“PAS”) instaurado pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“Acusação” ou “SRE”) visando apurar a responsabilidade de SEI Novo Negócio 1 Empreendimento Imobiliário SPE Ltda., SEI Sorocaba Empreendimento Imobiliário SPE Ltda., SEI Olga Empreendimento Imobiliário SPE Ltda., SEI Osasco Empreendimento Imobiliário SPE Ltda., SEI S.B.C. Empreendimento Imobiliário SPE Ltda., SEI Jundiaí Empreendimento Imobiliário SPE Ltda. e Hesa 84 Investimentos Imobiliários Ltda. (quando em conjunto, “Incorporadoras”), sociedades de propósito específico controladas pela Setin Empreendimentos Imobiliários Ltda., (“Setin”) e que são, respectivamente, incorporadoras dos empreendimentos Condomínio Midtown Campinas, Condomínio Mondial Sorocaba, Condomínio Setin Midtown, Condomínio Mondial Osasco, Condomínio Mondial São Bernardo do Campo, Condomínio Mondial Jundiaí e Condomínio Alpha Stay (em conjunto, “Empreendimentos”), pela realização de oferta de valores mobiliários sem a obtenção do registro



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

previsto no art. 19, caput, da Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976 (“Lei 6.385/76”)¹ e no art. 2º da Instrução CVM nº 400/03², e sem a dispensa de registro prevista no inciso I, do § 5º do art. 19 da Lei nº 6.385/76³ e no art. 4º, caput, da Instrução CVM nº 400/03⁴.

2. O presente PAS originou-se do Processo CVM nº RJ2014/1085, no âmbito do qual foi conduzida investigação para apurar indícios de oferta pública irregular de contratos de investimento coletivo (“CIC”) relacionados aos Empreendimentos.

II. FATOS

3. No curso das investigações conduzidas pela Acusação, verificou-se que a oferta dos CICs referentes aos Empreendimentos era realizada por meio do *website* da Setin (www.setin.com.br) e de anúncio veiculado no jornal “O Estado de São Paulo” em 03/04/2014.

4. Ao tomar conhecimento do conteúdo dos referidos anúncios, a SRE encaminhou ofício⁵ à Setin informando que os investimentos ofertados poderiam se enquadrar no conceito de valor mobiliário constante do inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76 e, por conseguinte, demandariam prévio registro ou dispensa de registro junto à CVM, nos termos do art. 19 do referido diploma legal, bem como solicitando o envio dos contratos relacionados aos Empreendimentos e de informações sobre os responsáveis pelas ofertas.

5. Em resposta datada de 22/05/2014, as Incorporadoras alegaram que:

“A possibilidade de investimento aventada no apontamento constante do ofício enviado à SETIN por esta Autarquia, não guarda relação com o produto que as ora MANIFESTANTES oferecem ao público, qual seja, um imóvel com um destino específico, conforme determinado pelo Poder Público e convencionado na estruturação do empreendimento no qual tal imóvel está inserido. O negócio é de atividade imobiliária e não mobiliária eis que o que, frise-se, se está ofertando são direitos reais e não direitos de participação em resultados. (...). A

¹ Art. 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão.

² Art. 2º. Toda oferta pública de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário e secundário, no território brasileiro, dirigida a pessoas naturais, jurídicas, fundo ou universalidade de direitos, residentes, domiciliados ou constituídos no Brasil, deverá ser submetida previamente a registro na Comissão de Valores Mobiliários – CVM, nos termos desta Instrução.

³ § 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

⁴ 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.

⁵ OFÍCIO/CVM/SRE/Nº 259/2014 (fls. 16-18 do Processo CVM nº RJ2014/1085)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

possibilidade de formação de um empreendimento imobiliário como CONDO-HOTEL não caracteriza um novo regime jurídico (...). A classificação da ocupação não transforma, e não pode transformar um investimento imobiliário em investimento mobiliário sujeito à fiscalização desta Ilustre Autarquia.” (fls. 32 do Processo RJ2014/1085).

6. Argumentou-se, ainda, que a atividade exercida pelas Incorporadoras não se sujeitaria às disposições da Lei nº 6.385/76 e/ou da Instrução CVM nº 400/2003, mas tão somente à legislação própria do mercado imobiliário.

7. Posteriormente foram encaminhadas novas comunicações⁶ à Setin, solicitando o envio de novos documentos e informações relacionados aos Empreendimentos, entre as quais, a quantidade de unidades vendidas, as datas de início e encerramento dos esforços de venda e a identificação de todos os adquirentes.

8. Em vista dos contratos disponibilizados pela Setin, notadamente o “*Contrato de Promessa de Compra e Venda*”, o “*Contrato de Locação e Outras Avenças*” e o “*Contrato de Afiliação à Marca*”, constatou-se que as sociedades ligadas à Setin atuavam como incorporadoras e alienantes dos seus respectivos empreendimentos hoteleiros.

9. Nos termos do art. 11 da Deliberação CVM nº 538/08⁷, foram enviados novos ofícios às Incorporadoras e também à operadora hoteleira apontando a infração identificada pela SRE e solicitando a manifestação das Acusadas.

10. As respostas apresentadas pela operadora hoteleira e pelas Incorporadoras, de idêntico conteúdo, dispunham que:

“(...) à época [abril de 2014] a [A.H.], a Setin e a maioria dos players atuantes no mercado de incorporações imobiliárias e de operação hoteleira não tinham conhecimento do entendimento desta CVM quanto à caracterização de condo-hotel como um valor mobiliário e de sua consequente sujeição às regras específicas de divulgação e comercialização (diferentemente de outros produtos de natureza estritamente imobiliária) e da necessidade de obtenção de registro (ou de dispensa de registro) de oferta pública de valores mobiliários

⁶ OFÍCIO/CVM/SRE/nº 284/2014, de 27.05.2014; OFÍCIO nº 61/2016/CVM/SRE/GER-3, de 19.04.2016; OFÍCIO nº 129/2016/CVM/SRE/GER-3, de 12/7/2016; OFÍCIO nº 176/2016/CVM/SRE/GER-3, de 26/8/2016

⁷ Art. 11. Para formular a acusação, as Superintendências e a PFE deverão ter diligenciado no sentido de obter do investigado esclarecimentos sobre os fatos descritos no relatório ou no termo de acusação, conforme o caso.

Parágrafo único. Considerar-se-á atendido o disposto no caput sempre que o acusado:

I – tenha prestado depoimento pessoal ou se manifestado voluntariamente acerca dos atos a ele imputados; ou

II – tenha sido intimado para prestar esclarecimentos sobre os atos a ele imputados, ainda que não o faça.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

perante a CVM para venda de unidades autônomas hoteleiras. Ao tomar conhecimento acerca deste posicionamento da CVM, a [A.H.] comunicou aos incorporadores, inclusive a Setin, a esse respeito, tendo a Setin imediatamente suspenso os esforços de venda de unidades de seus condo-hotéis com marcas da [A.H.], bem como excluiu, prontamente, as informações sobre tais produtos de seu website. A partir de então a Setin e a [A.H.] vêm tomando todas as providências necessárias para a regularização das ofertas perante a CVM, nos termos das deliberações desta CVM em vigor, com vistas a retomar as vendas das unidades em estoque, notadamente por meio da obtenção de dispensa de registro das respectivas ofertas públicas de distribuição de CIC dos Empreendimentos.” (fls. 596-597 e 623-642 do Processo nº RJ2014/1085)

III. TERMO DE ACUSAÇÃO (DOC. Nº 0185624)

11. A partir dos contratos celebrados no âmbito da oferta dos Empreendimentos e considerando as disposições da Lei nº 6.385/76, a SRE concluiu que a proposta de investimento ofertada pelas Incorporadoras e pela operadora hoteleira apresentaria todas as características do valor mobiliário descrito no inciso IX do art. 2º da referida lei.

12. Nesse sentido, verificou-se que os investidores aplicariam recursos financeiros com o objetivo de auferir ganho a partir da remuneração na forma do aluguel pago pela operadora hoteleira, que teria origem nos esforços empregados por esta última e pela Incorporadora na construção e administração dos Empreendimentos. O investimento teria sido formalizado mediante a celebração de contratos com as Acusadas e ofertados indistintamente ao público em geral por meio do *website* da Setin e do anúncio veiculado no jornal “O Estado de São Paulo”.

13. Desta forma, a distribuição pública destes valores mobiliários deveria ser submetida previamente a registro perante a CVM, obrigação esta que, a depender das características da oferta, poderia ser dispensada pela CVM, observados o interesse público, a adequada informação e proteção ao investidor e os demais critérios fixados na regulamentação editada por esta autarquia, notadamente a Instrução CVM nº 400/03.

14. Não obstante, em todos os Empreendimentos teriam sido realizadas alienações de unidades autônomas após a publicação do alerta ao mercado divulgado no *website* da CVM em 12/12/2013 (“Alerta ao Mercado”), que alertava os participantes do mercado para a possível irregularidade de ofertas públicas de investimentos em empreendimentos do tipo “condohotel” conduzidas mediante utilização de anúncios e correspondência eletrônica.

15. Ademais, com exceção do Condomínio Alpha Stay, foram identificadas alienações de unidades autônomas mesmo após a edição da Deliberação CVM nº 734/2015, que delegou



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

competência à SRE para conceder a dispensa de registro de ofertas públicas de distribuição de contratos de investimento coletivo no âmbito de projetos imobiliários vinculados à participação em resultados de empreendimento hoteleiro.

16. Deste modo, por terem sido realizadas ofertas públicas de CICs de “condohoteis” sem prévio registro ou dispensa de registro junto à CVM, a Acusação concluiu que teria ocorrido violação ao disposto no art. 19, *caput* e §5º, inciso I, da Lei nº 6.385/76 e nos arts. 2º e 4º da Instrução CVM nº 400/03, infração considerada grave nos termos do inciso II do art. 59 da referida instrução normativa.

17. No que diz respeito à autoria da referida infração, a SRE ressaltou que a responsabilidade deveria recair tanto sobre as respectivas Incorporadoras quanto sobre a operadora hoteleira, visto que ambas são partes, junto com os adquirentes das unidades de cada Empreendimento, dos instrumentos que fazem parte do CIC.

IV. MANIFESTAÇÃO DA PROCURADORIA FEDERAL ESPECIALIZADA – PFE (DOC. Nº 0195301)

18. Examinada a peça acusatória, a Procuradoria Federal Especializada - PFE (“PFE”) entendeu que estariam atendidos os requisitos do art. 6º e o disposto no *caput* do art. 11, todos da Deliberação CVM nº 538, concluindo pela inexistência de óbice ao prosseguimento regular do processo e recomendando que fosse oficiado o Ministério Público Federal em São Paulo em razão da existência de indícios da prática de crime de ação penal pública previsto no inciso II do art. 7º da Lei nº 7.492/86⁸.

V. RAZÕES DE DEFESA (DOC. Nº 0242816 E DOC. Nº 0243935)

19. Em suas razões de defesa, a operadora hoteleira alegou, pugnando pela sua inocência, que:

a) Seria descabida a imputação de oferta irregular à operadora hoteleira, haja vista que esta última não teria qualquer participação nas vendas das unidades autônomas dos Empreendimentos, cabendo as Incorporadoras a condução da oferta e a celebração dos contratos de compra e venda com os adquirentes. Apenas após a construção e a expedição do “habite-se” é que o contrato de locação passaria a

⁸ Art. 7º Emitir, oferecer ou negociar, de qualquer modo, títulos ou valores mobiliários: (...)II - sem registro prévio de emissão junto à autoridade competente, em condições divergentes das constantes do registro ou irregularmente registrados; (...) Pena - Reclusão, de 2 (dois) a 8 (oito) anos, e multa.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

produzir efeitos e a operadora hoteleira iniciaria a exploração das unidades autônomas com destinação hoteleira;

b) a Acusação não poderia supor que os participantes do mercado imobiliário anteciperiam o entendimento de que a oferta de unidades autônomas de um empreendimento hoteleiro se enquadraria no conceito de oferta pública de valores mobiliários. À época dos fatos, a caracterização dos investimentos em “condohoteis” como valores mobiliários seria controversa, até mesmo em razão do próprio conceito de valor mobiliário que teria se tornado um conceito aberto. Ademais, o entendimento definitivo do Colegiado acerca das ofertas de “condohoteis” e do regime a elas aplicável só teria sido externado em abril de 2016 com o julgamento do processo SEI 19957.004122/2015-99 (“Caso Oliva”);

c) As ofertas referentes aos Empreendimentos teriam sido todas realizadas antes da decisão proferida no Caso Oliva, motivo pelo qual a atuação sancionadora da CVM neste caso seria descabida. Além disso, a regularização dos Empreendimentos teria sido imediatamente buscada pela Setin tão logo restou reconhecido que a venda de “condohoteis” poderia representar oferta pública de valores mobiliários;

d) o Alerta ao Mercado não poderia ser considerado um marco regulatório, na medida em que as Acusadas não eram integrantes do grupo de agentes que seriam regulados pela CVM, inclusive pontuando que um alerta geral dirigido ao mercado jamais poderia ser usado como fato gerador da suspensão de toda e qualquer oferta irregular de CIC. Soma-se a isso o fato de que a estrutura jurídica do investimento ofertado pelas Incorporadoras seria diferente daquele descrito no Alerta ao Mercado;

e) seria legítima a interpretação do setor imobiliário de que a alienação de “condohoteis” não estaria sujeita à supervisão e fiscalização dessa CVM, visto que, além de ocorrerem há décadas, as ofertas destes empreendimentos hoteleiros estariam sujeitas a regramento próprio;

f) a tomada de decisão das Incorporadoras no sentido de não suspender a oferta mesmo após o envio do Ofício nº 259 seria legítima e compreensível, porquanto nenhuma ordem de suspensão teria sido expedida pela CVM. Neste cenário, a paralisação causaria um aumento do custo das obras, o que prejudicaria não só as Incorporadoras, como também os adquirentes dos CIC’s;

g) seria, no caso concreto, desproporcional a imposição de uma sanção no presente caso porque cerca de 96% das vendas ocorreram antes da primeira comunicação feita pela CVM à Acusada Setin, de maneira que, adotando o mesmo raciocínio adotado



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

por esse Colegiado quando da criação do formulário cadastral, seria cabível, no caso em tela, uma postura educativa da CVM; e

h) não haveria, no descumprimento cometido pela operadora hoteleira, qualquer elemento subjetivo necessário a embasar uma condenação em sede de processo administrativo sancionador, na medida em que falta para tal a conduta dolosa ou mesmo culposa por parte da operadora hoteleira, caracterizando, inclusive erro de proibição.

20. Após apontarem supostos equívocos cometidos pela Acusação na contagem das unidades autônomas comercializadas em cada Empreendimento⁹, as Incorporadoras, em defesa conjunta, alegaram que mereciam ser absolvidas, pois:

a) o mercado “condohoteleiro” teria se desenvolvido por quase duas décadas exclusivamente ao amparo da legislação imobiliária e, mesmo após a inclusão do contrato de investimento coletivo no rol de valores mobiliários, não teria se cogitado que a comercialização deste tipo de empreendimento poderia caracterizar oferta pública de valores mobiliários, estando sujeita á regulamentação da CVM;

b) o processo de reconhecimento de determinadas estruturas como valores mobiliários teria sido progressivo, tal como seria o caso dos investimentos “condohoteleiros”. A própria divulgação do Alerta ao Mercado pela CVM teria sido motivada pela dificuldade do mercado em assimilar que ofertas de produtos com forte componente imobiliário se enquadrariam no conceito de valor mobiliário;

c) além de não ter chegado ao conhecimento da Setin à época de sua divulgação, o conteúdo do Alerta ao Mercado não permitiria as Incorporadoras concluírem que os Empreendimentos ofertados estariam sujeitos a registro prévio junto à CVM, visto que o referido comunicado descreveria outras estruturas jurídicas de investimentos, como seria o caso de ofertas de investimento em frações ideais de imóveis por meio de participação em sociedades em conta de participação;

d) o Ofício nº 259, encaminhado posteriormente à Setin, não seria suficiente para afastar a convicção das Incorporadoras de que não haveria uma oferta de valor mobiliário, uma vez que a manifestação da CVM apenas indicava um possível

⁹ Nesse sentido, ponderaram sobre os erros que a Acusação teria incorrido ao considerar os valores agregados dos CIC's comercializados, somando períodos e dando, dessa maneira, a impressão de terem sido ofertados mais CIC's do que, na realidade, teriam sido. Ademais, foi também pontuado que nas tabelas constantes da peça acusatória foram apresentadas 2 (duas) vendas que, na realidade, corresponderiam a meras cessões de direitos para fins de integralização de capital social.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

enquadramento do investimento ofertado no conceito de valor mobiliário, mas não apresentaria qualquer conclusão quanto à existência de irregularidade nos Empreendimentos. Por esta razão, em sua resposta, as Incorporadoras apresentaram os fundamentos pelos quais entendiam que a comercialização dos Empreendimentos não configurariam oferta de valores mobiliários;

e) haveria fundamentos sólidos para justificar a convicção de que ofertas de empreendimentos imobiliários, com unidades individualizadas e registradas em nome de cada proprietário e, mais, não envolvendo qualquer tipo de vínculo societário entre os proprietários, não se caracterizavam como sendo de CICs;

f) muito embora a edição da Deliberação CVM nº 734/2015 pudesse ser considerada uma orientação ao mercado sobre o tema, ainda não estaria claro se as disposições do referido normativo se aplicariam à oferta de unidades autônomas dos empreendimentos já lançados. Neste cenário, o grupo Setin teria entendido que a obrigação de requerer a dispensa do registro junto à CVM só seria aplicável aos empreendimentos a serem lançados;

g) apenas com o recebimento do Ofício nº 359, que determinou a suspensão da oferta de valores mobiliários referentes a nove empreendimentos, as Incorporadoras compreenderam que deveriam não apenas submeter à apreciação da CVM pedidos de dispensa de registro de oferta de novos “condohoteis”, como também suspender as vendas de unidades autônomas de empreendimentos já lançados. Assim, nenhuma unidade autônoma foi alienada após o recebimento do referido ofício, tendo sido apresentados os respectivos pedidos de dispensa de registro para cada um dos Empreendimentos;

h) a alienação privada de unidades autônomas de empreendimentos hoteleiros não se confundiria com a oferta pública de tais investimentos, motivo pelo qual não haveria qualquer irregularidade na alienação de unidades a investidores que, espontaneamente, procurassem as Incorporadoras;

i) o caráter educativo e preventivo pretendido pela CVM já teria sido alcançado com a retirada das informações do *website* da Setin e com a apresentação dos pedidos de dispensa de registro dos Empreendimentos; e

j) teriam atuado em flagrante “erro de proibição” até o recebimento do Ofício nº 359, haja vista o período de nebulosidade enfrentado pelo mercado no que diz respeito à interpretação acerca da incidência da regulamentação do mercado de valores mobiliários aos empreendimentos “condohoteleiros”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

VI. TERMO DE COMPROMISSO

21. Em 07/04/2017, foi apresentada proposta de termo de compromisso conjunta por todas as Incorporadoras. Da mesma forma, em 10/04/2017, a operadora hoteleira apresentou proposta de termo de compromisso global, abarcando, dentre outros processos administrativos e sancionadores, a acusação formulada no presente caso (Doc. 0261253).
22. Em seu parecer, o Comitê de Termo de Compromisso opinou pela aceitação da proposta global apresentada pela operadora hoteleira e pela rejeição do termo de compromisso proposto pelas Incorporadoras, em que foi acompanhado pelo Colegiado da CVM em reunião realizada em 05/09/2017, seguindo-se a distribuição do processo para a minha relatoria.
23. É o relatório.

Rio de Janeiro, 10 de abril de 2018.

Gustavo Borba
Diretor-Relator



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM 19957.008081/2016-91

Reg. Col. 0773/17

Acusadas: Hesa 84 Investimentos imobiliários Ltda.
SEI Jundiaí Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.
SEI Novo Negócio 1 Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.
SEI Olga Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.
SEI Osasco Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.
SEI São Bernardo do Campo Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.
SEI Sorocaba Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.

Assunto: Oferta pública de contratos de investimento coletivo referentes a empreendimentos hoteleiros, sem a obtenção do registro previsto no art. 19 da Lei nº 6.385/76 e no art. 2º da Instrução CVM nº 400/03, e sem a dispensa prevista no inciso I, do § 5º do art. 19 da Lei nº 6.385/76 e no art. 4º da Instrução CVM nº 400/03.

Diretor Relator: Gustavo Borba

VOTO

I. DO OBJETO

1. Cuida-se de Processo Administrativo Sancionador (“PAS”) instaurado pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“Acusação” ou “SRE”) com o objetivo de apurar a responsabilidade de SEI Novo Negócio 1 Empreendimento Imobiliário SPE Ltda., SEI Sorocaba Empreendimento Imobiliário SPE Ltda., SEI Olga Empreendimento Imobiliário SPE Ltda., SEI Osasco Empreendimento Imobiliário SPE Ltda., SEI S.B.C. Empreendimento Imobiliário SPE Ltda., SEI Jundiaí Empreendimento Imobiliário SPE Ltda. e Hesa 84 Investimentos Imobiliários Ltda. (quando em conjunto, “Incorporadoras”), sociedades de propósito específico controladas pela Setin Empreendimentos Imobiliários Ltda., (“Setin”) e que são, respectivamente, incorporadoras dos empreendimentos Condomínio Midtown Campinas, Condomínio Mondial Sorocaba, Condomínio Setin Midtown, Condomínio Mondial Osasco, Condomínio Mondial São Bernardo do Campo, Condomínio Mondial Jundiaí e Condomínio Alpha Stay (em conjunto, “Empreendimentos”), pela realização de oferta de valores mobiliários sem a obtenção do registro previsto no art. 19, caput, da



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976 (“Lei 6.385/76”)¹ e no art. 2º da Instrução CVM nº 400/03², ou dispensa de registro prevista no inciso I do § 5º do art. 19 da Lei nº 6.385/76³ e no art. 4º, caput, da Instrução CVM nº 400/03⁴.

II. DAS CONSIDERAÇÕES INICIAIS

2. Antes de dar início à análise da conduta atribuída às Incorporadoras, entendo conveniente resgatar, ainda que brevemente, o histórico do tratamento jurídico conferido aos instrumentos de financiamento voltados ao desenvolvimento de empreendimentos hoteleiros na forma de condomínios, conhecidos como “condohoteis”, no âmbito da regulação do mercado de valores mobiliários.

3. Conforme tive a oportunidade de me manifestar por ocasião do julgamento do Processo Administrativo CVM nº 19957.004122/2015-99 (“Caso Oliva”)⁵, muito embora atualmente não haja dúvida razoável quanto à caracterização do “condohotel” como contrato de investimento coletivo e, por conseguinte, à sua submissão à regulamentação e fiscalização da CVM caso venha a ser ofertado publicamente, há de se reconhecer que nem sempre foi assim.

4. Ao tempo da edição da Medida Provisória nº 1.637, de 08 de janeiro de 1998 (“MP 1.637/98”), que passou a indicar o contrato de investimento coletivo como espécie de valor mobiliário, esta modalidade de investimento já vinha sendo largamente adotada no ramo imobiliário desde antes da década de oitenta, representando percentual relevante dos quartos de hotel disponíveis no Brasil, sem que houvesse qualquer interferência da CVM.

¹ Art. 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão.

² Art. 2º. Toda oferta pública de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário e secundário, no território brasileiro, dirigida a pessoas naturais, jurídicas, fundo ou universalidade de direitos, residentes, domiciliados ou constituídos no Brasil, deverá ser submetida previamente a registro na Comissão de Valores Mobiliários – CVM, nos termos desta Instrução.

³ § 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

⁴ 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.

⁵ Processo Administrativo CVM nº 19957.004122/2015-99, Rel. Dir. Gustavo Borba, julg. em 12.04.2016.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

5. Tal como ressaltado nas razões de defesa das Incorporadoras, até pouco tempo, o mercado “condohoteleiro” vinha se desenvolvendo sob a observância exclusiva das normas específicas da Lei nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964 (“Lei de Incorporação Imobiliária”), e das regras gerais previstas no Código Civil, de modo que a percepção dos incorporadores e demais empreendedores era de que os investimentos em “condohoteis” possuíam natureza estritamente imobiliária, não guardando qualquer relação com o mercado de valores mobiliários, o que se revela inclusive na primeira manifestação apresentada pelas Incorporadoras no âmbito do presente processo⁶.

6. Não bastassem, portanto, as dificuldades naturais na assimilação dos novos valores mobiliários, especialmente no que diz respeito aos investimentos indicados a partir de conceitos abertos, como seria o caso do contrato de investimento coletivo, há que se considerar ainda um complicador adicional para a identificação dos “condohoteis” como valores mobiliários, visto que esta modalidade de investimento já era tradicionalmente utilizada no Brasil, em segmento empresarial com complexo normativo próprio que, em um primeiro momento, foi (equivocadamente) compreendido como um sistema excludente das regras aplicadas ao mercado de valores mobiliários.

7. Soma-se a isso o fato de que, até o final de 2013, não se identifica qualquer atuação consistente da CVM na fiscalização, punição ou alerta ao mercado em relação às ofertas de empreendimentos “condohoteleiros”, o que poderia contribuir para a conscientização dos participantes do mercado acerca da natureza desta modalidade de investimento.

8. Esclareço, de antemão, que, ao apontar a inexistência de pronunciamento da CVM sobre o tema, não procuro tecer qualquer crítica à atuação desta autarquia, mas tão somente reforçar a conclusão de que as inovações legislativas sobre o conceito de valor mobiliário levaram algum tempo para serem absorvidas pelo mercado em geral, circunstância esta que refletiu, inclusive, na atuação desta entidade.

⁶ Nesse sentido, vale ressaltar o seguinte trecho da manifestação apresentada pela Setin em 22.05.2014 (fls. 26-34) “A possibilidade de investimento, aventada no apontamento constante do ofício enviado à Setin por esta Autarquia, não guarda relação com o produto que as ora Manifestantes oferecem ao público, qual seja, um imóvel, com um destino específico, conforme determinado pelo Poder Público e convencionado na estruturação do empreendimento no qual tal imóvel está inserido. O negócio é de atividade imobiliária e não mobiliária eis que o que, frise-se, se está ofertando são direitos reais e não direitos de participação em resultados” (g.n.) (fls. 32).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

9. No precedente Oliva, levando em consideração os princípios da boa-fé, da confiança e da segurança jurídica, manifestei-me nos seguintes termos sobre esse delicado aspecto da atuação da CVM quanto ao tema em questão:

“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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

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.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

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.”

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”.

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, 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 uma 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)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

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. 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, somando-se a isso a circunstância de que as regras claras



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

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.”

10. Diante deste cenário, afigura-se razoável assumir que a nova sistemática decorrente da inclusão do contrato de investimento coletivo no rol de valores mobiliários não foi prontamente assimilada pelo mercado imobiliário. Muito pelo contrário. O que se verifica, a partir do histórico de atuação da CVM, é que antes de 2013, isto é, em mais de dez anos de vigência da Lei 10.303/01, não se tem conhecimento de nenhum empreendimento com característica de “condohotel” que tenha solicitado registro ou dispensa de registro junto à CVM, em observância ao disposto no art. 19, *caput*, da Lei 6.385/75 e no art. 2º da ICVM 400/03.

11. Assim, é possível concluir que, mesmo após a edição da MP 1.637/98 e a inclusão do contrato de investimento coletivo no rol de valores mobiliários constante do art. 2º da Lei 6.385/76, havia uma legítima percepção pelos agentes que atuavam junto ao mercado “condohoteleiro”, dadas às características deste segmento e às informações disponíveis à época, de que esta modalidade de investimento não mantinha qualquer relação com o mercado de valores mobiliários⁷.

⁷ Sobre a evolução “*Da Classificação do Contrato de Investimento Coletivo Como Valor Mobiliário*”, peço vênia para mais uma vez transcrever parte do voto proferido no processo administrativo nº 19957.004122/2015-99 (caso Oliva):

“2. A Lei nº 10.303, de 31/10/2001, 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, 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 atribuisse 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.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

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 norteamericana, 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 crowdfunding”.

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.

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

12. Apenas em 12 de dezembro de 2013, a CVM manifestou-se objetiva e institucionalmente a respeito da caracterização dos empreendimentos “condohoteleiros” como contratos de investimento coletivo⁸, nos termos do alerta ao mercado disponibilizado em seu *website* (“Alerta ao Mercado”), o qual reproduzo a seguir:

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 desconheciam 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. Consta-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. (...)”

⁸ Antes disso, sobre o tema, apenas se detectou a Deliberação CVM nº 716, em 23 de outubro de 2013, por meio da qual foi emitida *stop order* específico para um determinado “condohotel”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

“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’.” (g.n.)

13. Com a divulgação do Alerta ao Mercado, a CVM firmou uma posição clara sobre o assunto, atuando, ainda, em paralelo, na fiscalização dos empreendimentos “condohoteleiros” ofertados publicamente, 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.

14. Nos anos que se seguiram à divulgação do Alerta ao Mercado (2014 e 2015), foram protocolados mais de 60 pedidos de dispensa de registro envolvendo contratos de investimento coletivo de unidades imobiliárias hoteleiras ou frações ideais de condomínio, com fundamento no art. 4º da ICVM 400/03, sendo que pelo menos



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

metade dos referidos pedidos envolvia oferta pública já iniciada antes do protocolo do pedido⁹.

15. Após algumas decisões do Colegiado sobre os pedidos de registro de emissão de valores mobiliários de “condohotéis”¹⁰, em 17 de março de 2015, pouco mais de um ano após o Alerta ao Mercado, a CVM editou a **Deliberação CVM nº 734/15**, que delegou competência à SRE 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*”, estabelecendo, em linha com os parâmetros fixados nas decisões anteriores do Colegiado, os requisitos normativos com relação aos quais caberia a dispensa, as ofertas que se enquadrariam no pedido de dispensa e as condições a serem observadas para o deferimento do pedido.

16. Posteriormente, o Colegiado da CVM veio a se manifestar novamente sobre o tema justamente no já referido julgamento do Caso Oliva, oportunidade em que analisou o cabimento ou não da concessão do **direito de retratação** aos investidores que tivessem aderido à oferta anteriormente ao deferimento da dispensa de registro, tendo-se concluído que, apesar de ser regra adequada para proteger os investidores, tratar-se-ia de uma nova interpretação, de modo que não deveria ser aplicada às alienações imobiliárias anteriores sem que fosse realizada uma alteração na regulação.

17. Divergiu-se, no entanto, quanto ao momento a partir do qual a concessão do direito de retratação passaria a ser exigida como condição para o deferimento da dispensa de registro, tendo prevalecido, por maioria¹¹, o entendimento de que as alterações promovidas na Deliberação CVM nº 734/15 prevendo o direito de retratação alcançariam apenas os CICs distribuídos (leia-se: “unidades” ou “frações” do

⁹ Conforme informações divulgadas na manifestação de voto proferida pelo Presidente Leonardo Pereira no julgamento do Processo Administrativo CVM nº 19957.004122/2015-99 (Caso Oliva): “*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*”.

¹⁰ Processos Administrativos CVM nº RJ2014/1503, RJ2014/6342, RJ2014/5323, RJ2014/6202, RJ2014/9466, RJ2014/10045, RJ2014/10089, RJ2014/10135 e RJ2014/10139.

¹¹ Na ocasião, defendi em meu voto que o direito de retratação seria aplicável para todas as emissões que não viessem a ser registradas no prazo de 60 (sessenta) dias da nova interpretação ou da correspondente alteração regulamentar que acrescentasse a regra da retratação, de modo a estimular que todas as emissões irregulares viessem a registro, bem como para que todos os adquirentes de uma mesma emissão ficassem submetidos às mesmas regras.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

empreendimento alienadas) a partir da publicação da referida decisão e da edição da Deliberação CVM nº 752, de 15 de abril de 2016.

18. Como já exposto acima e no citado precedente (Caso Oliva), não me parece razoável, considerando as características específicas do segmento imobiliário e o histórico de atuação da CVM no âmbito do mercado “condohoteleiro”, bem como à luz dos valores de segurança jurídica, confiança e boa fé que norteiam a atuação da administração pública, que esta autarquia, ciente da complexidade e da dificuldade na assimilação pelo mercado do conceito aberto de contrato de investimento coletivo (totalmente diverso da concepção clássica de valor mobiliário), venha a entender, sem nenhum temperamento ou ponderação, pela responsabilização dos ofertantes por todas as distribuições públicas de CICs de “condohoteis” realizadas sem registro prévio.

19. A ponderação a ser feita neste caso diz respeito à evolução e consolidação do entendimento acerca da caracterização dos empreendimentos “condohoteleiros” como contratos de investimento coletivo tanto por parte dos integrantes do segmento empresarial imobiliário como pelo mercado em geral e pela própria CVM.

20. Em linha com o posicionamento adotado no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/10556¹², a responsabilização em processos sancionadores impõe a demonstração do elemento subjetivo, isto é, a culpa *lato sensu*, que, no presente caso, dadas as suas circunstâncias, confunde-se, em grande medida, com a consolidação e divulgação do entendimento segundo o qual os emissores de CICs de “condohoteis” que ofertam publicamente esta modalidade de valor mobiliário estão sujeitos às normas que dispõem sobre registro e dispensa de registro de ofertas públicas de valores mobiliários.

21. A meu ver, a despeito das circunstâncias específicas do presente caso, que serão analisadas no próximo capítulo, há três marcos que contribuíram consideravelmente para a assimilação pelo mercado da nova sistemática aplicável aos empreendimentos “condohoteleiros”, sendo eles: (i) o Alerta ao Mercado, divulgado em 12/12/2013; (ii) a edição da Deliberação CVM nº 734/15; e (iii) a decisão proferida no Caso Oliva¹³, que

¹² Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/10556, Rel. Dir. Pablo Renteria, julg. em 24.10.2017.

¹³ No caso Oliva, afastou-se a obrigatoriedade, em relação ao período pretérito à decisão e ao ajuste da regulação (Deliberação CVM nº 752/16), de oferecimento de “direito de retratação” para todos os investidores que já tivessem adquirido imóveis em “condohoteis”, o que poderia causar justificado receio quanto ao registro das operações em curso, em especial diante do cenário do mercado imobiliário então vigente.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

provocou alterações na Deliberação CVM nº 734/15 por meio da edição da Deliberação CVM nº 752/16.

22. Como já havia me manifestado no julgamento do Caso Oliva (transcrição no item 9), entendo que até a divulgação do Alerta ao Mercado (12/12/2013) não haveria sequer como se cogitar da responsabilização dos ofertantes dos CICs de “condohoteis”.

23. Não obstante a sinalização indicada pela CVM no Alerta ao Mercado, ainda assim, o período entre 12/12/2013 e 17/03/2015, data da edição da Deliberação CVM nº 734/15, envolveria certa **nebulosidade**, haja vista a necessidade de assimilação deste posicionamento pelo mercado¹⁴, o que foi afetado pelo distanciamento entre os agentes que atuam no segmento imobiliário e a regulamentação e atuação da CVM. Em uma análise genérica, tais elementos poderiam ser considerados para afastar ou mitigar a responsabilização dos ofertantes com relação às distribuições públicas de CICs de “condohoteis” realizadas antes da edição do referido normativo.

24. Por outro lado, com a consolidação do entendimento sobre o tema ao longo do tempo e a partir da edição da Deliberação CVM nº 734/15, restou incontroverso o posicionamento desta autarquia no sentido da caracterização dos contratos de investimento coletivo envolvendo “condohoteis” como valores mobiliários quando ofertados publicamente e, por conseguinte, a sua submissão às normas atinentes ao registro de ofertas públicas junto à CVM.

25. Além disso, conforme já exposto, a Deliberação CVM nº 734/15 definiu o **procedimento** e os **requisitos** para a obtenção da “**dispensa de registro**” da oferta, conferindo, assim, segurança e informações adequadas ao mercado.

26. Outro aspecto de crucial relevância decorre de a Deliberação CVM nº 734/15 ter deixado claro que a oferta pública de CICs de “condohotel” estaria configurada tanto no

¹⁴ Anote-se que, após o Alerta ao Mercado, o primeiro deferimento de pedido de dispensa de registro de empreendimentos dessa natureza ocorreu em 30/04/2014 (Arpoador Fashion Hotel), e mesmo assim foi objeto de diversos pedidos de esclarecimentos que perduraram até 22/07/2014 (http://www.cvm.gov.br/decisoes/2014/20140722_R1/20140722_D07.html). Após, as dispensas seguintes apenas foram deferidas em 02/09/2014; 12/08/2014; 29/10/2014 (2 empreendimentos); 25/11/2014 (2 empreendimentos); 03/02/2015; e 10/02/2015. Após esses precedentes, foi editada a Deliberação CVM nº 734/15, estabelecendo as regras para a dispensa de registro pertinente e delegando a competência de análise para a SRE.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

caso da venda de “fração ideal” do condomínio como na hipótese de alienação de “**unidade imobiliária específica**”¹⁵.

27. Sobre esse aspecto, cabe salientar que o Alerta ao Mercado de 12 de dezembro de 2013 fazia uma referência específica à “*compra e venda de frações ideais de imóveis que correspondem a cotas das sociedades*”, como sendo a estrutura de “condohotel” “mais comum”, o que poderia gerar alguma dúvida aos participantes em relação ao caso da venda de **unidade imobiliária**.

28. Por sua vez, a Deliberação CVM nº 734/15, ao descrever a atividade “condohoteleira”, refere-se a “*contratos de investimento coletivo no âmbito de projetos hoteleiros envolvendo esforços de venda de unidades imobiliárias autônomas ou partes ideais de condomínios gerais, cuja remuneração seja vinculada à participação nos resultados do empreendimento hoteleiro*” (g.n.), afastando qualquer dúvida quanto à abrangência do entendimento da CVM sobre o tema.

III. DA ANÁLISE DO CASO CONCRETO

29. Apresentadas essas considerações iniciais, passo à análise das circunstâncias específicas do presente processo.

30. Inicialmente, anote-se que, com exceção do empreendimento “Condomínio Mondial Sorocoba”, os esforços de venda de todos os demais empreendimentos se iniciaram antes do Alerta ao Mercado, por meio de anúncio veiculado no jornal “O Estado de São Paulo”¹⁶ e da divulgação no *website* da Setin, que disponibilizava o acesso a vídeos elaborados com o objetivo de informar o investidor sobre as características gerais do investimento, tal como a forma de investir, a rentabilidade esperada e o papel desempenhado pelos participantes do mercado hoteleiro, entre os quais, a operadora hoteleira.

¹⁵ Anote-se que os Empreendimentos da Setin ofertavam unidades imobiliárias, não frações ideais do condomínio sem especificação.

¹⁶ O anúncio veiculado no jornal “O Estado de São Paulo” em 03.04.2014 dispunha nos seguintes termos “*Invista em um imóvel da Setin, uma incorporadora sólida, à frente do seu tempo, com projetos diferenciados e em regiões com ótimo potencial de valorização. A Setin é uma incorporadora com 35 anos de mercado, com mais de 15 mil unidades lançadas, e que tem a Accor, uma das maiores redes hoteleiras do mundo, como um forte parceiro. Por isso, na hora de investir, feche com a Setin. Afinal de contas, além de ser um investimento seguro, a valorização de imóveis ainda tem muito a crescer no Brasil*” (fls. 10-13).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

31. Ao tomar conhecimento dos referidos anúncios, a SRE encaminhou à Setin, em 14/05/2014, o OFÍCIO/CVM/SRE/Nº 259/2014 (fls. 16-18) (“Ofício nº 259”) dando conhecimento de seu entendimento que, a partir das informações disponibilizadas em seu *website*, o investimento ofertado pelas Incorporadoras **poderia** “*se enquadrar no conceito de valor mobiliário definido no inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76*” (fls. 18) e, por conseguinte, a sua distribuição pública **poderia** estar sujeita a registro prévio junto à CVM.

32. Analisando o conteúdo do Ofício nº 259, verifica-se que as considerações apresentadas pela SRE não eram conclusivas quanto à configuração da distribuição pública de valores mobiliários pelas Incorporadoras acusadas, não obstante o anúncio constante do *website* da Setin indicasse a natureza do investimento, como se pode extrair dos títulos indicados na propaganda: “*investimentos em hotéis*”, “*como investir em hotéis*” e “*o mercado de investimento em hotéis*”¹⁷.

¹⁷ Conforme indica o próprio Ofício nº 259, o *website* ofertava o investimento nos seguintes termos:

“*Invista em um imóvel da Setin, uma incorporadora sólida, à frente do seu tempo, com projetos diferenciados e em regiões com ótimo potencial de valorização. A Setin é uma incorporadora com 35 anos de mercado, com mais de 15 mil unidades lançadas, e que tem a Accor, uma das maiores redes hoteleiras do mundo, como um forte parceiro. Por isso, na hora de investir, feche com a Setin. Afinal de contas, além de ser um investimento seguro, a valorização de imóveis ainda tem muito a crescer no Brasil.*”

Referimo-nos ainda ao website <http://www.setin.com.br/setin-hotéis/opportunidades>, onde se verificava a seguinte oferta de investimento:

“investimento em hotéis

A estabilidade econômica e o crescimento do Brasil nos últimos anos, aliado a grandes eventos internacionais que acontecerão nos próximos anos (como Copa do Mundo e Olimpíadas) proporcionarão chances imperdíveis de investimento no setor hoteleiro, que hoje já se encontra operando no limite. Conheça mais sobre as vantagens e as melhores opções que a Setin e Accor oferecem para você.

Como investir em hotéis

Investir em hotéis é tão simples quanto comprar um apartamento ou uma sala comercial. E além da valorização patrimonial, como qualquer imóvel, você ainda terá sua unidade hoteleira constantemente renovada sem custos. A Setin e a Accor se uniram há 15 anos para oferecer as melhores opções do mercado.

Mercado de investimentos em hotéis

Independentemente dos rumos da economia, investir em um imóvel é uma saída muito interessante para quem procura segurança e rentabilidade em longo prazo. Uma tendência que vem se destacando nos últimos anos, e apresentando bons números, é o investimento na compra de quartos de hotéis. Leia mais aqui.

As vantagens do mercado

De acordo com o ministério do turismo, em 2011 o Brasil recebeu mais de 6 milhões de turistas estrangeiros, número que vem aumentando de maneira consistente ano a ano. Com os grandes eventos que vem por aí, a tendência de valorização do mercado hoteleiro já é uma realidade. Conheça os números deste mercado e veja como pode ser interessante investir



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

33. Ao final do Ofício nº 259, a SRE solicitou a manifestação da Setin sobre os fatos e a apresentação de determinados documentos envolvendo o investimento ofertado, o que, s.m.j., daria margem para a “leitura” de que a SRE ainda estava buscando maiores informações acerca da oferta para, então, confirmar ou afastar as suas considerações quanto à existência de oferta irregular de valores mobiliários. Sobre a situação, cumpre transcrever o trecho final do referido ofício:

“Na forma como descrito no website acima citado, o investimento oferecido por V. Sas. pode se enquadrar no conceito de valor mobiliário (...)

Nesse sentido, a oferta de investimento acima pode caracterizar infração ao disposto no artigo 19, da Lei n.º 6.385/76 (...)

Assim, com fundamento no disposto no inciso II do artigo 9º da Lei nº 6.385/76 e no art. 11 da Deliberação CVM nº 538/08, intimamos V.Sa. e a Setin Empreendimentos Imobiliários Ltda. a nos apresentar, no prazo de 2 dias úteis, vincendo em 16.05.2014, manifestação acerca do fato aqui descrito, acompanhada das informações e documentos que julgarem necessários, bem como a atender aos seguintes requisitos:

1. Encaminhar modelo dos contratos utilizados nos empreendimentos hoteleiros ofertados por V.Sa. e pela Setin Empreendimentos Imobiliários Ltda..
2. Confirmar o nome e a qualificação completa (CPF/CNPJ, domicílio, profissão ou atividade) das pessoas física e jurídica ora intimadas.
3. Confirmar o nome e a qualificação completa da(s) pessoa(s) física(s) responsável(is) pela oferta.”
(g. n.)

34. Em resposta, as Incorporadoras manifestaram entendimento muito próximo àquele sustentado por agentes do mercado imobiliário à época, no sentido de que os empreendimentos hoteleiros ofertados na modalidade “condohotel” não caracterizariam oferta de valores mobiliários e, por conseguinte, não estariam sujeitos à atuação da CVM, tendo em vista a existência de regulamentação específica prevista na Lei de Incorporação Imobiliária.

35. Nesse contexto, não obstante as Incorporadoras terem sido alertadas sobre o entendimento da CVM quanto à possível caracterização dos contratos de investimentos “condohoteleiros” como valores mobiliários, constata-se que o Ofício nº 259 não apresentou conclusão clara da área técnica acerca do enquadramento do investimento ofertado, nem tampouco qualquer comando determinando a suspensão dos esforços públicos de venda das unidades imobiliárias. Além disso, a comunicação seguinte da



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

CVM só veio a ocorrer muito depois (após aproximadamente um ano), já durante a vigência da Deliberação CVM nº 734/15, com o envio do OFÍCIO Nº 359/2015/CVM/SRE (“Ofício nº 359”), em 22/05/2015.

36. Desta forma, dado o contexto de evolução e consolidação do entendimento acerca da caracterização dos empreendimentos “condohoteleiros” ofertados publicamente como contratos de investimento coletivo, bem como as dúvidas que efetivamente existiam no mercado sobre a questão¹⁸, em especial sobre quais os modelos de empreendimentos “condohoteleiros” que estariam submetidos a registro ou dispensa de registro na CVM (tema abordado nos itens 25-29), entendo que existia, durante o ano de 2014, um cenário de dúvidas e perplexidades que não pode ser desconsiderado em um processo de natureza sancionadora.

37. Não se pode confundir a percepção atual sobre a oferta pública de unidades de empreendimentos “condohoteleiros,” a qual deve ser inequivocamente considerada, com fulcro no art. 2º, IX, da Lei 6.385/76, uma oferta de valores mobiliários, com a percepção que então existia na época (anos de 2013 e 2014), quando o mercado estava começando a assimilar esse conceito quanto aos empreendimentos vinculados ao setor imobiliário.

38. O que é obvio hoje não o era nessa época. Ademais, mesmo quando se tinha a percepção da possibilidade dessa nova classificação, permanecia dúvida sobre quais modelos de empreendimento estariam enquadrados no conceito de contrato de investimento coletivo¹⁹.

39. Ressalve-se, no entanto, para evitar interpretações distorcidas sobre o conteúdo do presente voto, que as ponderações e mitigações da perspectiva punitiva que aqui se faz não decorrem apenas do fato de o Ofício nº 259 não ter sido claro sobre a existência de oferta irregular, mas sim em virtude do conjunto de circunstâncias presente durante o denominado “período nebuloso”, quando efetivamente existiam, por parte do mercado em geral, dúvidas razoáveis sobre a questão em tela.

40. Em quadro diverso, que não envolvesse o contexto de excepcionalidade descrito no capítulo II, a eventual circunstância de o ofício da área técnica não ser claro sobre a irregularidade em nada (ou muito pouco) afetaria a atividade sancionadora, uma vez

¹⁸ Não por acaso os primeiros atos de *enforcement* sobre o tema ocorreram mais de 10 anos após a alteração legislativa que promoveu a inovação.

¹⁹ Pelas razões indicadas no itens 25/27.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

que, em situações ordinárias, o agente teria a obrigação de atuar conforme as regras estabelecidas.

41. Voltando ao caso em análise, cumpre avaliar a existência de uma situação específica que pode ser relevante para as conclusões do voto.

42. Trata-se do fato de o Grupo Setin, em 10/09/2014, cerca de 4 (quatro) meses após o recebimento do Ofício nº 259, por meio de uma de suas sociedades de propósito específico, ter protocolado pedido de dispensa de registro junto à CVM, referente ao empreendimento Condomínio Hotel Tatuapé, o qual foi apreciado e deferido pelo Colegiado em reunião de 03/02/2015²⁰.

43. Nos termos declarados pelas próprias acusadas, “antes mesmo da edição da DCVM 734, o ‘grupo’ Setin já havia apresentado pedido de dispensa de registro de oferta pública para os empreendimentos que iria lançar (Condomínio Hotel Tatuapé e Condomínio Mondial Granja Vianna), não necessariamente por admitir que os empreendimentos seriam valores mobiliários, mas por ter observado o movimento do mercado neste sentido e buscar agir conservadoramente” (g.n.) (fls. 32 – Doc. 0243935).

44. Ainda que, conforme argumentação de Defesa, tal pedido de dispensa de registro não possa ser interpretado como uma adesão ao entendimento de que os investimentos em “condohoteis” se enquadrariam no conceito de valor mobiliário, ele revela, no mínimo, um comportamento contraditório por parte da Setin, visto que não haveria razões substanciais para se ter adotado postura conservadora com relação a um dos empreendimentos do grupo e posição diversa em relação aos demais, cujas ofertas já estavam em curso.

45. Deste modo, muito embora reconheça que o período entre a divulgação do Alerta ao Mercado e a edição da Deliberação CVM nº 734/15 envolveria certa nebulosidade, entendo que as circunstâncias específicas do presente caso, em especial o recebimento do ofício 259 (apesar de todas as limitações indicadas nos itens 32/39) e o consequente protocolo de pedido de dispensa referente a outro empreendimento hoteleiro do grupo Setin, demonstram que as Incorporadoras já estavam refletindo sobre a questão em um nível que deveria conduzir à submissão de pedido de dispensa de registro na CVM, ainda que sob a justificativa da adoção de postura “conservadora”.

²⁰ Processo Administrativo CVM nº RJ2014/10089, Rel. Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE, julg. em 03.02.2015.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

46. Vale ressaltar que, não obstante ainda existisse à época divergência quanto ao enquadramento de determinadas estruturas jurídicas de “condohoteis” no conceito de valores mobiliários (tema tratado nos itens 25/29), o empreendimento hoteleiro objeto do primeiro pedido de dispensa do grupo Setin apresentava estrutura muito similar à dos Empreendimentos analisados no presente processo, circunstância que apenas reforça a conclusão de que seria inconsistente a adoção de postura distinta quanto à necessidade de registro das ofertas públicas envolvendo os Empreendimentos do Grupo Setin.

47. Observe-se que, mesmo após a data do protocolo do pedido de dispensa de registro (10/09/2014), os Empreendimentos continuaram sendo ofertados publicamente, inclusive posteriormente à edição da Deliberação CVM nº 734/15, conforme se verifica da tabela a seguir²¹:

| EMPREENDIMENTO | ALIENADAS ANTES DO ALERTA (DEZ/2013) | ALIENADAS ENTRE O ALERTA E O OFÍCIO Nº 259 (14/5/2014) | ALIENADAS ENTRE O OFÍCIO Nº 259 E A DCVM Nº 734 (17/3/2015) | ALIENADAS ENTRE A DCVM Nº 734 E O OFÍCIO Nº 359 (22/5/2015) | ALIENADAS APÓS O OFÍCIO Nº 359 |
|--|--------------------------------------|--|---|---|--------------------------------|
| Condomínio Midtown Campinas | 252 | 3 | 15 | 1 | 0 |
| Condomínio Mondial Sorocaba | 0 | 141 | 34 | 2 | 0 |
| Condomínio Setin Midtown | 43 | 1 | 2 | 0 | 0 |
| Condomínio Mondial Osasco | 248 | 11 | 1 | 1 | 0 |
| Condomínio Mondial São Bernardo do Campo | 375 | 25 | 20 | 3 | 0 |
| Condomínio Mondial Jundiaí | 272 | 1 | 6 | 3 | 0 |
| Condomínio Alpha Stay | 142 | 0 | 1 | 0 | 0 |

48. Quanto à argumentação das acusadas de que as vendas das unidades dos “condohoteis” não se confundiriam com oferta pública, entendo que esse argumento de defesa não merece prosperar.

²¹ No que diz respeito à divergência apontada pela Setin entre as informações constantes do termo de acusação e os dados disponibilizados à CVM pelas Incorporadoras, dou razão à argumentação das acusadas no sentido de que determinados dados teriam sido computados em duplicidade, motivo pelo qual considerarei, no presente voto, para fins de verificação da quantidade de unidades alienadas em cada período, as informações disponibilizadas pela Setin em suas razões de defesa.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

49. Em que pese seja possível a alienação privada de unidades autônomas de “condohotéis”, o que, por si só, não representaria violação à regulamentação da CVM, constatou-se, no presente caso, que os esforços públicos de venda, conduzidos a partir da divulgação dos Empreendimentos no *website* da Setin, teriam perdurado, pelo menos, até o envio do Ofício nº 359, em 22/05/2015.

50. Conforme informado no Ofício nº 359, a Setin “v[inha] oferecendo, por meio do *website* <http://www.setin.com.br/setin-hotéis>, oportunidades de investimento em 10 (dez) empreendimentos hoteleiros, dos quais apenas um foi objeto de dispensa de registro na CVM, o que caracteriza oferta pública irregular de valores mobiliários relacionados a 9 (nove) empreendimentos” (fls. 518 do Processo Administrativo RJ2014/1085)²².

51. Assim, afigura-se incontroversa a divulgação realizada por meio do *website* da Setin, que foi, inclusive, reconhecida pelas Incorporadoras em suas razões de defesa, sob a justificativa de que “em decorrência de alguns hotéis fazerem parte de um produto imobiliário mais amplo, a sua publicidade (para afastar eventual propaganda enganosa) acabou sendo mantida no *website*, mesmo após o ‘grupo’ Setin haver decidido suspender os esforços ativos de venda e o marketing dessas unidades hoteleiras” (fls. 29 – Doc. 0243935). Da mesma forma, reconheceu-se que a informação acerca da parceria entre a Setin e a Accor para o “desenvolvimento e operacionalização dos *condo-hotéis*” teria sido **mantida** no *website* da Setin com o objetivo de informar os clientes das Incorporadoras.

52. Superado esse ponto, cumpre analisar a argumentação da Defesa de que, não obstante a referida Deliberação CVM nº 734/15 possa ser considerada uma orientação ao mercado sobre a natureza dos investimentos envolvendo “condohotéis” e quanto à necessidade de registro de ofertas públicas destes contratos de investimento coletivo, não estaria claro o posicionamento da CVM com relação às unidades autônomas “residuais” de empreendimentos já lançados. Neste cenário, a Setin teria entendido que a exigência de dispensa de registro prevista na Deliberação CVM nº 734/2015 só se aplicaria aos empreendimentos novos, a serem lançados a partir de sua edição.

²² Apurou-se, ainda, que teriam sido encaminhados materiais irregulares a potenciais clientes por meio de contas de e-mail e *website* com a denominação “Invista no Hotel”, cuja autoria, no entanto, foi contestada pelas Incorporadoras, que afirmaram se tratar de atuação independente de corretores, pelos quais não poderiam responder. Em suas razões de defesa (fls. 30-31 – Doc. 0243935), as Incorporadoras elencaram as medidas que teriam sido adotadas para sanar as irregularidades praticadas pelos corretores, dentre as quais destacaram, a notificação dos corretores R.C., E.C.A. e R.M.S., a comunicação do Conselho Regional de Corretores de Imóveis – 2ª Região e a notificação do “YouTube” acerca dos vídeos postados.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

53. Não merece prosperar essa argumentação. A redação do referido normativo é bastante clara ao estabelecer a obrigação de registro ou dispensa de registro para *“ofertas públicas de distribuição de contratos de investimento coletivo no âmbito de projetos hoteleiros envolvendo esforços de venda de unidades imobiliárias autônomas ou partes ideais de condomínios gerais, cuja remuneração seja vinculada à participação nos resultados do empreendimento hoteleiro”*.

54. Conclui-se, portanto, que qualquer esforço público de venda de CICs de “condohoteis” estaria sujeito às disposições da Deliberação CVM nº 734/2015, não importando, para tanto, se as unidades ofertadas diziam respeito a empreendimentos cujo lançamento foi ou não posterior à edição da referida deliberação²³.

55. Por estas razões, concluo não haver fundamento apto a justificar a interpretação restritiva indicada pela Defesa, motivo pelo qual entendo que as ofertas de alienação de unidades autônomas, neste período, foram realizadas com clara violação ao art. 19 da Lei 6.385/76 e aos arts. 2º e 4º da Instrução CVM nº 400/03²⁴, e sem observância das regras da Deliberação CVM nº 734/15.

56. Por fim, no que diz respeito à alegação das Incorporadoras de que estaríamos diante de hipótese clara de “erro de proibição”, cumpre esclarecer que a incerteza e a dificuldade de assimilação quanto à nova sistemática aplicável aos investimentos em “condohoteis”, que se reconheceu existir no período entre o Alerta ao Mercado e a edição da Deliberação CVM nº 734/15, não teria, no caso, o caráter da inevitabilidade que seria necessário para configuração dessa excepcional excludente oriunda do direito penal.

²³ Outro elemento que me leva a crer que não havia dúvida quanto ao entendimento da CVM acerca da aplicabilidade desse normativo às unidades autônomas residuais de empreendimentos já lançados decorre do fato de que, mesmo antes da edição da Deliberação CVM nº 734/2015, esta autarquia já havia recebido pedidos de dispensa de registro envolvendo ofertas públicas já iniciadas, conforme ressaltado anteriormente.

²⁴ Após o envio do Ofício nº 359, que determinou a suspensão da oferta de valores mobiliários relacionadas, entre outros, aos empreendimentos Mondial Sorocaba, Mondial Osasco, Mondial São Bernardo do Campo e Mondial Jundiaí, a irregularidade das referidas ofertas teria sido sanada mediante a apresentação dos respectivos pedidos de dispensa de registro, tendo a última dispensa sido concedida em 19/12/2016, referente ao Condomínio Setim Midtown.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

IV. DOSIMETRIA DA PENA

57. No que diz respeito à dosimetria da penalidade a ser aplicada às Incorporadoras, em vista da evolução e consolidação do entendimento acerca do tema, entendo que devem ser considerados três períodos distintos: (i) antes do Alerta ao Mercado de dezembro de 2013; (ii) entre o Alerta ao Mercado e a Deliberação CVM nº 734/15 (por mim denominado “período nebuloso”); e (iii) o período posterior à edição da Deliberação CVM nº 734/15.

58. Antes do Alerta ao Mercado de 12/12/2013, pelas razões já expostas no capítulo II do presente voto, entendo que não haveria substância para qualquer punição.

59. Com relação ao segundo período, identifico diversas circunstâncias genéricas que podem ser consideradas atenuantes, como, por exemplo, o tempo de assimilação, após o Alerta ao Mercado de dezembro de 2013, do novo sistema por agentes que não acompanhavam ordinariamente as informações relativas ao mercado de capitais (CVM), as dúvidas que permaneciam no mercado, em especial sobre as modelagens de empreendimentos que estariam submetidos a registro na CVM, e qual o procedimento a ser adotado por essa nova categoria de emissores (aplicação integral ou não da ICVM 400).

60. Por outro lado, eventuais agravantes específicos de cada caso podem também afetar a aplicação da pena e a sua dosimetria.

61. No caso, não se pode desconsiderar, como agravante específico para o Grupo Setin, que uma das suas sociedades requereu à CVM, em 10/09/2014, dispensa de registro de empreendimento condohoteleiro, o que evidenciou que o grupo empresarial já estava estudando com maior profundidade a questão, o que impunha, pelo menos a partir de 10/09/2014, a adoção da mesma postura em relação a todos os seus empreendimentos “condohoteleiros” que estavam em curso.

62. Apesar de essa circunstância específica do caso justificar a punição durante o “período nebuloso”, deve-se considerar, na dosimetria da pena, todas as circunstâncias indicadas no item 59 e no capítulo II do presente voto²⁵.

²⁵ Além disso, cabe acrescentar que, com exceção do Empreendimento Condomínio Mondial Sorocaba, a maior parte das unidades autônomas ofertadas foram alienadas em momento anterior à divulgação do Alerta ao Mercado



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

63. Quanto ao período posterior à edição da Deliberação CVM nº 734/15, conforme destacado anteriormente, entendo que teria sido afastada qualquer dúvida que ainda pudesse existir a respeito do posicionamento da CVM sobre o tema, bem como sobre o **procedimento** a ser adotado pelos ofertantes quanto ao pedido de dispensa de registro, motivo pelo qual não haveria espaço, a partir desse momento, para a adoção de qualquer interpretação distinta daquela manifestada pelo órgão regulador no que diz respeito à necessidade de solicitação prévia de registro ou de dispensa de registro da distribuição pública de CICs de “condohoteis”.

64. Será considerado, contudo, na dosimetria da pena, a circunstância de que as alienações de unidades cessaram cerca de 2 (dois) meses após a edição da Deliberação CVM nº 734/15 (curto espaço de tempo), e que não foi realizada **nenhuma** venda sem prévia dispensa de registro após o recebimento do Ofício nº 359, de 22 de maio de 2015²⁶.

65. Considero importante registrar, para esclarecimento ao mercado, que caso as vendas tivessem se prolongado por bastante tempo após a Deliberação CVM nº 734/15, ou persistindo depois do Ofício nº 359, as multas certamente seriam fixadas em valores substancialmente superiores, uma vez que a reprovabilidade da conduta seria bem mais robusta.

66. Além disso, na hipótese de uma emissão dessa natureza ter corrido sem registro ou dispensa de registro em relação a empreendimento lançado após a vigência da Deliberação CVM nº 734/15, entendo que a multa eventualmente aplicável deveria ser proporcional ao valor total da oferta (soma de todas as unidades ofertadas), com fulcro no § 1º, II, do art. 11 da Lei 6.385/76.

67. Esclareço, por fim, que, quanto ao critério para definição das multas, optei por fixá-las em valor proporcional ao número de unidades vendidas após a Deliberação CVM nº 734/15, uma vez que, considerando as características bastante peculiares²⁷ das

²⁶ Caso as vendas tivessem se prolongado por bastante tempo após a Deliberação CVM 734/15, ou persistindo depois do ofício 359, as multas certamente seriam mais substanciais.

²⁷ Podemos citar, a título de ilustração, as seguintes peculiaridades que diferenciam a oferta em questão daquelas relativas a valores mobiliários tradicionais (v.g., ações e debêntures) e que, portanto, justificariam a adoção de critério distinto de fixação de multa: a) o preço de cada unidade é objeto de negociação específica para cada operação de venda; b) a venda (oferta) das unidades normalmente se prolonga muito no tempo, sendo certo que o grau de culpabilidade aumenta conforme o tempo de manutenção da oferta após a Deliberação CVM nº 734/15 e, especialmente, diante de determinação específica da CVM para cessar a oferta; c) havia, no caso, um período nebuloso que, a meu ver, não justificaria a multa pelo período completo da oferta; e d) em consequência do exposto no item anterior,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

ofertas de contratos de investimento coletivo em “condohotel” que estavam em curso quando da edição da Deliberação CVM nº 734/15, não entendo adequada a definição de um valor fixo pela oferta (como normalmente ocorre nas emissões irregulares dos valores mobiliários tradicionais), uma vez que esse entendimento equipararia um empreendedor que alienou poucas unidades residuais²⁸ logo após a vigência da Deliberação CVM nº 734/15 com outro que vendeu centenas de unidades durante longo período de tempo, o que não me parece correto.

V. CONCLUSÃO

68. Do exposto, com fulcro no art. 11 da Lei nº 6.385/76, quanto à acusação de realização de oferta de valores mobiliários sem a obtenção do registro previsto no art. 19 da Lei nº 6.385/76 e no art. 2º da Instrução CVM nº 400/03, e sem a dispensa prevista no inciso I do § 5º do art. 19 da Lei nº 6.385/76 e no art. 4º da Instrução CVM nº 400/03, concluo nos seguintes termos:

- (i) com relação aos Empreendimentos que tiveram unidades alienadas mesmo após a edição da Deliberação CVM nº 734/2015, voto pela condenação de: (1) SEI Novo Negócio 1 Empreendimento Imobiliário SPE Ltda. **à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 40.000,00 (quarenta mil reais)**, tendo sido considerado, na dosimetria da pena, a alienação de apenas uma unidade autônoma do Condomínio Midtown Campinas no período em questão; (2) SEI Sorocaba Empreendimento Imobiliário SPE Ltda. **à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 80.000,00 (oitenta mil reais)**, tendo sido considerado, na dosimetria da pena, a alienação de duas unidades autônomas do Condomínio Mondial Sorocaba no período em questão; (3) SEI Osasco Empreendimento Imobiliário SPE Ltda. **à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 40.000,00 (quarenta mil reais)**, tendo sido considerado, na dosimetria da pena, a alienação de apenas uma unidade autônoma do Condomínio Mondial Osasco no período em questão; (4) SEI S.B.C. Empreendimento Imobiliário SPE Ltda. **à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 120.000,00 (cento e vinte mil reais)**, tendo sido considerado, na

seria extremamente complicado (e provavelmente inadequado) fixar a multa sobre o valor da oferta quando existirem apenas unidades residuais a serem alienadas quando da vigência da Deliberação CVM nº 734/15.

²⁸ Não se pode desconsiderar a natureza e processo de venda das unidades imobiliárias do empreendimento condohoteleiro, que possuem características bastante diversas das presentes nas emissões de valores mobiliários tradicionais, uma vez que a venda de unidades envolve uma negociação individualizada que se prolonga no tempo e, muitas vezes, envolve contratos preliminares.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

dosimetria da pena, a alienação de três unidades autônomas do Condomínio Mondial São Bernardo do Campo no período em questão; e (5) SEI Jundiá Empreendimento Imobiliário SPE Ltda. **à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 120.000,00 (cento e vinte mil reais)**, tendo sido considerado, na dosimetria da pena, a alienação de três unidades autônomas do Condomínio Mondial Jundiá; e

- (ii) com relação aos Empreendimentos que tiveram unidades alienadas tão somente no período entre a divulgação do Alerta ao Mercado, em 12.12.2013, e a edição da Deliberação CVM nº 734/15, voto pela condenação de (6) SEI Olga Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.; e (7) Hesa 84 Investimentos Imobiliários Ltda. **à penalidade de advertência**, pela realização de oferta de valores mobiliários sem a obtenção do registro ou dispensa de registro junto à CVM.

69. Ressalte-se que, com relação ao período anterior à divulgação do Alerta ao Mercado de 12 de dezembro de 2013, não foi aplicada qualquer penalidade às Incorporadoras, visto que, a meu ver, até a data da primeira manifestação da CVM sobre o tema, não se justificaria a punição, pelas razões expostas no capítulo II do presente voto.

É como voto.

Rio de Janeiro, 10 de abril de 2018.

Gustavo Borba
Diretor-Relator



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº 19957.008081/2016-91

Reg. Col. 0773/17

Acusadas: Hesa 84 Investimentos imobiliários Ltda.
SEI Jundiaí Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.
SEI Novo Negócio 1 Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.
SEI Olga Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.
SEI Osasco Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.
SEI São Bernardo do Campo Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.
SEI Sorocaba Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.

Assunto: Oferta pública de contratos de investimento coletivo referentes a empreendimentos hoteleiros, sem a obtenção do registro previsto no art. 19 da Lei nº 6.385/76 e no art. 2º da Instrução CVM nº 400/03, e sem a dispensa prevista no inciso I, do § 5º do art. 19 da Lei nº 6.385/76 e no art. 4º da Instrução CVM nº 400/03.

Diretor Relator: Gustavo Borba

Declaração de Voto

1. Senhor Presidente, em que pese o bem elaborado voto proferido pelo Diretor Relator Gustavo Borba, peço licença para dele divergir apenas em duas questões, a primeira delas dizendo respeito ao período, após o Alerta ao Mercado de dezembro de 2013, considerado como de assimilação, pelas Acusadas, do entendimento da CVM a respeito da oferta pública de *condohotéis*, e a segunda relativa à forma adotada no voto para o cálculo das penalidades aplicadas.

2. Destaco inicialmente que, na análise do presente processo, não cabe discussão acerca da qualificação do “*condohotel*” como espécie de contrato de investimento coletivo (CIC), sendo pacífico o entendimento dessa Autarquia de que tais contratos, quando ofertados publicamente, são valores mobiliários, nos termos dispostos no inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, sujeitos, portanto, ao regime da referida lei e submetidos à competência fiscalizatória da CVM.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

3. Com efeito, de modo a definir quais títulos deveriam ser considerados valores mobiliários, a Lei nº 6.385/76, anteriormente à reforma introduzida pela Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, adotou, em seu art. 2º, uma lista expressa de tais valores, conferindo ao Conselho Monetário Nacional ("CMN") competência para complementá-la¹.

4. Com a evolução do mercado de capitais brasileiro, passaram a ser criados novos produtos de investimento que, apesar de implicarem na captação em massa da poupança popular, não estavam ao alcance da competência da Autarquia, por não se subsumirem a qualquer das categorias de valor mobiliário trazidas pelo art. 2º da Lei nº 6.385/76.

5. Para enfrentar essa situação, que tomou contornos graves com a popularização de ofertas de contratos de investimento lastreados em produtos agropecuários (dentre as quais, a de maior repercussão pública foi a que ficou conhecida como o “*Caso Boi Gordo*”, que levou milhares de investidores a incorrerem em prejuízos), foi primeiramente editada a Medida Provisória nº 1.637, de 8 de janeiro de 1998, que introduziu em nosso ordenamento uma definição mais ampla e aberta de valor mobiliário, baseado no conceito norte-americano de *security* e capaz de englobar em abstrato as hipóteses surgentes de captação de poupança popular.

6. Com a promulgação da Lei nº 10.303/01, este conceito foi incorporado ao art. 2º da Lei nº 6.385/76, passando a ser considerados, como valores mobiliários, pelo seu inciso 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.*”

7. Dessa forma, quando confrontado com situações em que há captação de poupança popular por meio da oferta de títulos ou contratos de investimento que não se enquadram naqueles explicitamente definidos como valores mobiliários pelos incisos I a VIII do art. 2º da Lei nº 6.385/76, este Colegiado vem, seguidamente, avaliando se esses instrumentos se enquadram na definição do subsequente inciso IX, de modo a atraí-los para o regime imposto por aquela lei, bem com para fixar a competência da CVM para regular e fiscalizar a sua oferta ao público.

8. Assim foi, por exemplo, no âmbito do Processo CVM nº RJ 2003/0499, quando o Colegiado, em 23.08.2003, acompanhou o voto apresentado pelo Diretor-Relator Luiz Antônio de Sampaio Campos, considerando que Certificados de Potencial Adicional de

¹ Nesse sentido, a Resolução CMN nº 1.723, de 1990, que considerou como valor mobiliário, para os efeitos da Lei nº 6.385, de 1976, a nota promissória emitida por sociedade por ações, destinada à oferta pública; e a Resolução nº 1.907, de 1992, que considerou valores mobiliários direitos e recibos de subscrição e opções e certificados de depósitos de ações de valores mobiliários, consoante o inciso III do art. 2º, da Lei nº 6.385, de 1996.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

Construção - CEPACs destinados à distribuição pública são valores mobiliários, devendo esta distribuição ser registrada e regulamentada pela CVM.

9. No mesmo sentido, no Processo CVM nº RJ 2007/11593, o Diretor-Relator Marcos Barbosa Pinto, no voto acolhido pelo Colegiado em 15.01.2008, após analisar exaustivamente os requisitos trazidos pelo inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.386/76 para a caracterização dos valores mobiliários, concluiu que Cédulas de Crédito Bancário - CCBs que excluíssem a responsabilidade da instituição financeira favorecida, quando ofertadas publicamente, constituiriam valores mobiliários.

10. Por outro lado, em sentido contrário, concluiu o Diretor-Relator Otávio Yazbek, no Processo CVM nº RJ 2009/6346, que créditos de carbono, então ofertados como Reduções Certificadas de Emissão (“RCEs”), não se caracterizavam como valores mobiliários, à luz dos parâmetros exigidos pelo inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.386/76.

11. Nesses precedentes, assim como em outros que poderiam ser aqui citados, a análise realizada baseou-se na experiência jurisprudencial norte-americana, em especial a decisão da Suprema Corte datada de 1946 para o caso SEC v. W. J. Howey Company,² decisão esta que inspirou a redação do mencionado inciso IX.³

12. Para isso, empregou-se o que ficou conhecido como *Howey Test*, que parte dos elementos conceituais constantes da definição geralmente aceita de *securities*, “qualquer contrato, negócio ou arranjo por meio do qual uma pessoa investe seu dinheiro em um empreendimento comum e espera receber lucros originados exclusivamente dos esforços do empreendedor ou de terceiros”, que estão presentes, também, no inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76), para se verificar se um determinado instrumento será ou não colocado sob esta rubrica.⁴

13. Em outras palavras, no referido teste, verifica-se se está, basicamente, tratando i) de instrumentos destinados a investimento de recursos; ii) em um empreendimento coletivo; iii) com a expectativa de obtenção de lucros; e iv) que decorrem dos esforços do empreendedor ou de terceiros (nunca do próprio investidor, que é passivo em relação à produção dos resultados). Caso essas condições sejam atendidas, se estará diante de uma *security*, na categoria de *investment contract*.

14. Essa foi, em síntese, a metodologia consolidada pela Autarquia para enfrentar operações de apelo à poupança popular que não se utilizavam dos valores mobiliários

² 328 US 293 (1946).

³ Sobre isso, confira-se, o mencionado voto do Diretor-Relator Marcos Barbosa Pinto, no Processo CVM nº RJ 2007/11593, e, na doutrina, por exemplo: CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. A nova Lei das S/A. 1ª ed. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 487-491.

⁴ Ibid.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

tradicionais, e foi exatamente dessa forma que, ao se intensificarem as ofertas públicas de *condohotéis*, concluiu-se por ser, tal investimento, espécie de contrato de investimento coletivo previsto no inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76. Sua distribuição pública, portanto, estava sujeita à competência regulatória e fiscalizatória da CVM.⁵

15. Nesse contexto, concordo com o Relator, pelas razões expostas exaustivamente em seu voto, que não cabe impor qualquer sanção aos emissores de “*condohotéis*”, relativamente aos contratos firmados anteriormente a 12.12.2013, data da publicação, pela CVM, do Alerta ao Mercado dirigido a incorporadores, corretores de imóveis e demais participantes do mercado imobiliário.

16. Foi somente com a publicação deste Alerta que a CVM informou àquele segmento da economia e ao mercado, de forma ampla, o seu entendimento de que aqueles investimentos, por “*conferirem 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,*” consubstanciavam-se no que “*a Lei nº 6.385/76 chama de contratos de investimento coletivo*” e que, por isso, quando ofertados publicamente, “*devem ser previamente registradas na CVM e somente podem ser realizadas por sociedades também registradas na Autarquia.*”

17. Reconheço também, em linha com o Relator, que deva ser considerado um período de assimilação, pelo mercado, do novo posicionamento do regulador, divulgado pela publicação do Alerta, em 12.12.2013, apesar de seu conteúdo ter sido replicado em meios de comunicação de alcance nacional, com destaque para a matéria publicada pelo Valor Econômico em 17.12.2013:⁶

“CVM alerta para ofertas irregulares em empreendimentos imobiliários”: A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) faz um alerta sobre situações que podem configurar captação irregular de poupança popular, promovidas por incorporadores e corretores de imóveis, por meio da oferta pública de oportunidades de investimento em empreendimentos imobiliários. (...) Assim, a CVM alerta os incorporadores, corretores de imóveis e demais participantes do

⁵ De fato, no presente processo, assim como em todas as suas investigações sobre oferta pública de *condohotéis*, a SRE procurou responder às seguintes questões que, positivamente atendidas, comprovaram estar o investimento ofertado pelas Acusadas categorizado como contrato de investimento coletivo, nos termos do inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76, o que, basicamente, tratou-se, apenas, de proceder ao *Howey Test*: (i) Há investimento?; (ii) Esse investimento foi formalizado por um título, ou por um contrato?; (iii) O investimento foi coletivo?; (iv) Alguma forma de remuneração foi oferecida aos investidores?; (v) A remuneração oferecida tem origem nos esforços do empreendedor ou de terceiros?; e (vi) Os contratos foram ofertados publicamente?.

⁶ **CVM ALERTA PARA OFERTAS IRREGULARES EM EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS**. VALOR ECONÔMICO. 17.12.2013. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/3374174/cvm-alerta-para-ofertas-irregulares-em-empreendimentos-imobiliarios>>. Acesso em: 27.06.2018.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

mercado imobiliário que somente realizem tais operações mediante a fiel observância da legislação em vigor, com a necessária obtenção dos prévios registros na CVM. A autarquia também pede que quem receber propostas dessa natureza comunique o fato à CVM para viabilizar a pronta atuação na proteção e defesa do público investidor.”

18. De fato, mesmo tendo havido certa divulgação do Alerta, não se pode exigir, de um segmento que, até então, passava ao largo da regulação do mercado de valores mobiliários, que se submetesse imediatamente a esse regime legal, após o anúncio do entendimento da CVM.

19. Assim, as Acusadas, durante os primeiros meses a partir da publicação do Alerta ao Mercado, período em que continuaram a distribuir publicamente os contratos de investimento coletivo, certamente ainda não possuíam condições completas de reorientar seus negócios e adequar suas condutas à legislação do mercado de capitais.

20. Discordo, no entanto, e este é o meu primeiro ponto de divergência, do entendimento do Relator de que somente a partir da emissão da Deliberação CVM nº 734/15, em 17.03.2015, estabelecendo os requisitos normativos para a concessão de dispensa de registro nas emissões de “condohotéis”, teria se tornado incontroverso, para o mercado e, em particular, para as Acusadas, o posicionamento desta Autarquia quanto à submissão da oferta pública daquela categoria de investimento às normas de registro, em especial à Instrução CVM nº 400/03.

21. A Deliberação CVM nº 734/15 apenas veio consolidar o entendimento da CVM sobre o tema e, principalmente, orientar a área técnica quanto aos requisitos a serem observados e procedimentos a serem seguidos, quando do recebimento de um pedido de dispensa de registro de CICs hoteleiros. Bem antes de sua emissão, porém, o mercado, e em especial as Acusadas, já tinham pleno conhecimento da atuação da Autarquia e amplas condições de sustarem as práticas irregulares.

22. Com efeito, embora reconheça que o alcance da divulgação posterior do Alerta deva ser sopesado em relação a empreendedores de menor porte ou de regiões mais afastadas dos grandes centros urbanos, observo, no entanto, que, a partir do fim do primeiro trimestre de 2014, outras matérias foram publicadas sobre o assunto em portais de comunicação de grande



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
www.cvm.gov.br

alcance, como a Agência Estado e o Portal Exame, ambos em 01.04.2014,⁷ e a página de economia e mercado do Site de Notícias IG em 22.04.2014.⁸

23. Todas as matérias noticiavam, com razoável grau de detalhamento, que a CVM entendia que a venda de cotas de empreendimentos hoteleiros configurava um contrato de investimento coletivo, valor mobiliário submetido à regulação da Autarquia, e que havia publicado Alerta ao Mercado, exigindo o registro prévio desse tipo de oferta e da empresa responsável pelo contrato, e que estava analisando pelo menos 30 processos envolvendo a venda de cotas por empresas imobiliárias. As matérias também noticiavam discussões e posicionamentos de relevantes entidades do setor imobiliário, como o Sindicato da Habitação (“Secovi”), a Associação de Dirigentes do Mercado Imobiliário (Ademi) e a Associação Brasileira de Hotéis (ABIH) de São Paulo e de Pernambuco.

24. Assim, a partir de abril de 2014, a grande imprensa já havia dado razoável publicidade ao assunto e setores significativos do mercado imobiliário dele já tinham conhecimento e estavam, inclusive, externando publicamente seus posicionamentos e discussões sobre o tema. A difusão do Alerta, portanto, não pode ter passado despercebida, em especial para um grande “*player*” do mercado imobiliário, do qual se supõe que tenha acesso às informações atualizadas sobre o seu ramo de atividade e que participe das principais entidades de classe do setor.

25. E este é certamente o caso das Acusadas e do Grupo Setin, que as congrega, que estavam, à época, a lançar cerca de 1600 unidades imobiliárias, conforme informações dos autos, e que, mesmo que não mantendo, anteriormente ao Alerta ao Mercado, como apontou o Relator, “*qualquer relacionamento com a CVM e, por consequência, não [tendo] necessariamente por hábito acompanhar os informes provenientes da autarquia*”, certamente já tinham, àquela época, conhecimento daquele comunicado, pelos razões acima expostas.

26. Essa constatação soma-se ao recebimento, pelo Grupo Setin, em maio de 2014, do OFÍCIO/CVM/SRE/Nº 259/2014 (“Ofício nº 259”), informando-o do entendimento de que o investimento ofertado pelas Acusadas poderia “*se enquadrar no conceito de valor mobiliário definido no inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76*” e, por conseguinte, a sua distribuição pública poderia estar sujeita a registro prévio junto à CVM.

⁷ SUCESSO DE VENDAS, INVESTIMENTO EM HOTÉIS É ALVO DE INVESTIGAÇÃO DA CVM. (SITE DE NOTÍCIAS IG. Disponível em: <<http://economia.ig.com.br/mercados/2014-04-22/sucesso-de-vendas-investimento-em-hotéis-e-alvo-de-investigacao-da-cvm.html>>. Acesso em: 27.06.2018.

⁸ CVM MONITORA BOOM DE OFERTA DE COTAS HOTELEIRAS NO RIO. AGÊNCIA ESTADO. 01.04.2014. Disponível em: <<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,cvm-monitora-boom-de-oferta-de-cotas-hoteleiras-no-rio,180950el>> . Acesso em: 27.06.2018. PORTAL EXAME. 01.04.2014. Disponível em: <<https://exame.abril.com.br/economia/cvm-monitora-boom-de-oferta-de-cotas-hoteleiras-no-rio/>>. Acesso em: 27.06.2018.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

27. Com efeito, ainda que se possa discutir o grau de assertividade dos termos em que foi gizado o Ofício nº 259, a expedição e o recebimento dessa missiva representaram, no mínimo, dois fatos: (i) que a CVM analisou com alguma profundidade a conduta das Acusadas e suspeita da configuração da distribuição pública de valores mobiliários e (ii) que as Acusadas tinham conhecimento da possibilidade de que suas atividades estivessem sujeitas à legislação do mercado de capitais e à atuação fiscalizadora e sancionadora desta Autarquia.

28. Aliás, de maneira geral, parece-me adequada a conduta da área técnica que em seu primeiro contato direto com o participante de mercado opta por termos menos categóricos quanto à ocorrência ou não de infração administrativa. Afinal, seu juízo definitivo deve ser instruído necessariamente com a manifestação prévia do acusado, ou seja, com a resposta do ofício.

29. Considero, portanto, que a partir do recebimento do Ofício nº 259, e não somente a partir da emissão da Deliberação CVM nº 734/15, em 17.03.2015, como entende o Relator, já teria se tornado incontroverso e suficientemente assimilado pelas Acusadas o entendimento da Autarquia de que oferta pública de seus *condohoteis* deveria se submeter às normas de registro, em especial à Instrução CVM nº 400/03.

30. Nessa direção, há também o fato de que o Grupo Setin, em 10.09.2014, cerca de quatro meses após o recebimento do Ofício nº 259, protocolou pedido de dispensa de registro junto à CVM, referente a outro empreendimento hoteleiro, o que comprova sua ciência quanto às exigências relativas a ofertas de *condohoteis*, antes da emissão da Deliberação CVM nº 734/15.

31. Observo, também, que, se por um lado, como bem apontou o Relator, o primeiro deferimento de pedido de dispensa de registro de empreendimentos hoteleiro, após o Alerta ao Mercado, ocorreu em 30.04.2014, e que, até a edição da Deliberação CVM nº 734/15, foram deferidas menos de dez dispensas, o fato é que em 2014 foram protocolados cerca de 30 pedidos quanto a isso, sendo grande parte deles relativa a distribuições públicas já iniciadas.⁹

32. Este fato demonstra que, ao longo de 2014, se deu uma significativa assimilação pelo mercado do entendimento de que a distribuição de contratos de investimento relacionados a “*condohoteis*” se sujeitava à prévia autorização da CVM.

⁹ Nesse sentido, o Presidente Leonardo Pereira, no voto proferido no âmbito do processo Administrativo CVM nº 19957.004122/2015-99, j. 12.04.2016, afirmou que “[a]pós 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.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

33. Concluindo, portanto, essa minha primeira divergência quanto ao voto do Diretor Relator, os fatos e elementos acima expostos me levam a considerar apenas o intervalo entre a publicação do Alerta ao Mercado, 12.12.2013, e a data do Ofício nº 259, 14.05.2014, como período em que se pode considerar o posicionamento da CVM sobre a matéria como ainda não assimilado pelas Acusadas, empresas do segmento imobiliário e distantes da regulamentação e atuação da Autarquia.

34. Porém, qualquer distribuição de *condohotel* realizada pelas Acusadas, após aquele intervalo, ou seja, após o recebimento do Ofício nº 259, deve ser sancionada, pois não só o entendimento da CVM sobre a questão já estava razoavelmente disseminado no mercado imobiliário, notadamente para os grandes “*players*”, como as ofertantes já haviam recebido notificação direta da Autarquia.

35. Passando agora ao meu segundo ponto de divergência com o Diretor Relator, entendo que a forma adotada por ele para o cálculo das penalidades aplicadas às Acusadas, que tomou como base o número de unidades imobiliárias vendidas por cada uma, não é a mais adequada às particularidades dos casos envolvendo “*condohoteis*”.

36. Primeiramente, verifico que tal forma de cálculo de pena-base pecuniária torna necessário que os autos tragam, com elevado grau de certeza, a informação sobre o referido número de unidades imobiliárias vendidas por cada ofertante, o que, até aqui não se exigiu e pode ser de duvidoso aferimento.

37. Além disso, os empreendimentos hoteleiros, como se sabe, possuem, quase sempre, diferentes tipos e categorias de quartos e apartamentos, ou seja, em um mesmo empreendimento podem coexistir e serem ofertadas e alienadas unidades imobiliárias de diferentes valores de negociação. Pode haver inclusive diferenciação de preços entre unidades essencialmente idênticas, o que torna inadequado tratá-las como iguais, para o fim de cálculo de eventual pena-base.

38. Por fim, há também o fato de que os CIC podem ser oferecidos como unidades imobiliárias autônomas ou como partes ideais de condomínios gerais, o que torna mais conveniente que o cálculo da pena-base obedeça a uma forma que atenda às duas maneiras de se ofertar o produto.

39. Tratando-se, a infração consumada, de realização de ofertas de CICs hoteleiros sem o devido registro ou sem a dispensa de registro, entendo ser juridicamente mais adequado e conferir maior efetividade à atuação sancionadora da Autarquia a aplicação de pena-base pecuniária por oferta realizada, observando-se, obviamente, os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, assim como a capacidade econômica do ofertante. Já o número de unidades vendidas ou, se for o caso, o número de adquirentes de frações ideais do



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

empreendimento, devem ser tratados como circunstâncias atenuantes ou agravantes da pena-base.

40. No caso concreto, as Acusadas, como incorporadoras imobiliárias, lançaram os seguintes empreendimentos:

Tabela 02: Empreendimentos incorporados pelas Acusadas

| Incorporadora Acusada | Empreendimento |
|--|--|
| SEI Novo Negócio 1 Empreendimento Imobiliário SPE Ltda. | Condomínio Midtown Campinas |
| SEI Sorocaba Empreendimento Imobiliário SPE Ltda. | Condomínio Mondial Sorocaba |
| SEI Olga Empreendimento Imobiliário SPE Ltda. | Condomínio Setin Midtown |
| SEI Osasco Empreendimento Imobiliário SPE Ltda. | Condomínio Mondial Osasco |
| SEI São Bernardo do Campo Empreendimento Imobiliário SPE Ltda. | Condomínio Mondial São Bernardo do Campo |
| SEI Jundiaí Empreendimento Imobiliário SPE Ltda. | Condomínio Mondial Jundiaí |
| Hesa 84 Investimentos imobiliários Ltda. | Condomínio Alpha Stay |

41. Reproduzo, a seguir, as informações da tabela constante do item 47 do Voto do Diretor Relator, com os quantitativos de unidades vendidas por cada empreendimento, onde foram hachurados os períodos anteriores ao recebimento, pelas Acusadas, do Ofício nº 259, em que, como expus, entendo que nenhuma sanção deva ser aplicada quanto aos CICs neles ofertados:

Tabela 02: Unidades imobiliárias alienadas por cada empreendimento, por intervalos de tempo

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

| EMPREENDIMENTO | ANTES DO ALERTA (DEZ/2013) | ENTRE ALERTA E OFÍCIO 259 (14/5/2014) | ENTRE OFÍCIO 259 E DELIBERAÇÃO 734 (17/3/2015) | ENTRE DELIBERAÇÃO 734 E OFÍCIO 359 (22/5/2015) | APÓS OFÍCIO 359 |
|--|----------------------------|---------------------------------------|--|--|-----------------|
| Condomínio Midtown Campinas | 252 | 3 | 15 | 1 | 0 |
| Condomínio Mundial Sorocaba | 0 | 141 | 34 | 2 | 0 |
| Condomínio Setin Midtown | 43 | 1 | 2 | 0 | 0 |
| Condomínio Mundial Osasco | 248 | 11 | 1 | 1 | 0 |
| Condomínio Mundial São Bernardo do Campo | 375 | 25 | 20 | 3 | 0 |
| Condomínio Mundial Jundiaí | 272 | 1 | 6 | 3 | 0 |
| Condomínio Alpha Stay | 142 | 0 | 1 | 0 | 0 |

42. Nessa direção, com fulcro no art. 11, II da Lei nº 6.385/76, quanto à acusação de realização de oferta de valores mobiliários, consubstanciados em contratos de investimento coletivos hoteleiros, a partir do recebimento do OFÍCIO/CVM/SRE/Nº 259/2014, em 14.05.2014, quando já era de seu conhecimento que tais títulos submetiam-se ao regime da Lei nº 6.385/76, sem a obtenção do registro previsto no art. 19 da Lei nº 6.385/76 e no art. 2º da Instrução CVM nº 400/03, e sem a dispensa prevista no inciso I do § 5º do art. 19 da Lei nº 6.385/76 e no art. 4º da Instrução CVM nº 400/03, voto pela utilização de pena-base de R\$240.000,00 (duzentos mil reais), considerando a gravidade em abstrato da conduta e o fato de todas as Acusadas integrarem grupo econômico de grande porte. A pena-base deve ser atenuada ou agravada, em função do número de unidades imobiliárias vendidas, conforme também a seguir consignado:

- a) SEI Novo Negócio 1 Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.: sem atenuantes ou agravantes adicionais;
- b) SEI Sorocaba Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.: agravante de 10% da pena-base = acréscimo de R\$24.000,00 (vinte e quatro mil reais);
- c) SEI São Bernardo do Campo Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.: sem atenuantes ou agravantes adicionais; e
- d) SEI Jundiaí Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.: atenuante de 20% da pena-base = redução de R\$48.000,00 (quarenta e oito mil reais).

43. Para as Acusadas relacionadas a seguir, em virtude da pequena quantidade de unidades imobiliárias vendidas após o recebimento do OFÍCIO/CVM/SRE/Nº 259/2014, em



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

14.05.2014, voto, com fulcro no art. 11, I da Lei nº 6.385/76, quanto à mesma acusação, pela penalidade de advertência:

- a) SEI Olga Empreendimento Imobiliário SPE Ltda. ;
- b) SEI Osasco Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.; e
- c) Hesa 84 Investimentos imobiliários Ltda..

44. Voto, portanto, pela aplicação, a cada Acusada, das penalidades abaixo:

- a) SEI Novo Negócio 1 Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.: multa pecuniária no valor de R\$240.000,00 (duzentos e quarenta mil reais);
- b) Sorocaba Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.: multa pecuniária no valor de R\$264.000,00 (duzentos e sessenta e quatro mil reais);
- c) SEI Olga Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.: advertência;
- d) SEI Osasco Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.: advertência;
- e) SEI São Bernardo do Campo Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.: multa pecuniária no valor de R\$240.000,00 (duzentos e quarenta mil reais);
- f) SEI Jundiaí Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.: multa pecuniária no valor de R\$192.000,00 (cento e noventa e dois mil reais); e
- g) Hesa 84 Investimentos imobiliários Ltda.: advertência.

45. Por fim, voto pela absolvição de SEI Olga Empreendimento Imobiliário SPE Ltda. e Hesa 84 Investimentos Imobiliários Ltda., pelas ofertas realizadas entre o Alerta ao Mercado emitido pela CVM em 12.12.2013 e o recebimento do OFÍCIO/CVM/SRE/Nº 259/2014, em 14.05.2014.

Rio de Janeiro, 7 de agosto de 2018.

HENRIQUE BALDUINO MACHADO MOREIRA
DIRETOR