

Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro

Revista de Direito Mercantil

FUNDADORES

1a FASE: Waldemar Ferreira

FASE ATUAL: Profs. Philomeno J. da Costa

e Fábio Konder Comparato

CONSELHO EDITORIAL

Alexandre Soveral Martins, Judith Martins-Costa, Ana de Oliveira Frazão, Luis Miguel Pestana de Vasconcelos, Carlos Klein Zanini, Paulo de Tarso Domingues, Gustavo José Mendes Tepedino, Ricardo Oliveira Garcia, Jorge Manuel Coutinho de Abreu, Rui Pereira Dias, José Augusto Engrácia Antunes, Sérgio Campinho

COMITÊ DE REDAÇÃO

Calixto Salomão Filho, Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, Luiz Gastão Paes de Barros Leães, Paulo Frontini, Mauro Rodrigues Penteadó, Priscila Maria Pereira Corrêa da Fonseca, Newton de Lucca, Juliana Krueger Pela, Paula Andréa Forgioni, José Marcelo Martins Proença, Rachel Sztajn, Balmes Vega Garcia, Antonio Martin, Rodrigo Octávio Broglia Mendes, Eduardo Secchi Munhoz, Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, Roberto Augusto Castellanos Pfeiffer, Francisco Satiro de Souza Junior, Sheila Christina Neder Cerezetti, Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa, Vinicius Marques de Carvalho, José Alexandre Tavares Guerreiro, Manoel de Queiroz Pereira Calças, Marcos Paulo de Almeida Salles, Marcelo Vieira von Adamek, Newton Silveira

COORDENADOR ASSISTENTE DE EDIÇÃO:

João Paulo Braune Guerra

ASSESSORIA DE EDIÇÃO DISCENTE

Camila Bovolato Rodrigues, Carolina Capani, Giulia Ferrigno Poli Ide Alves, Isabella Petrof, Julia Borges Endler, Matheus Chebli, Rodolfo Pavanelli Menezes, Sergio Coelho de Azevedo Junior, e Virgílio Maffini Gomes

Direção editorial: Luciana de Castro Bastos
Diagramação e Capa: Daniel Carvalho e Igor Carvalho
Revisão: Do Autor

A regra ortográfica usada foi prerrogativa do autor.



Todos os livros publicados pela Expert Editora Digital estão sob os direitos da Creative Commons 4.0 BY-SA. <https://br.creativecommons.org/>

"A prerrogativa da licença creative commons 4.0, referencias, bem como a obra, são de responsabilidade exclusiva do autor"

AUTORES: Daniel Araújo de Assis; Kamilla Ranny Macedo Niz, Daniela Nunes de Amartine, Erasmo Valladão Azevedo França e Novaes, Érico Andrade, Gabriel Tajra, Georges Gmoussa, Gustavo Cerqueira, Herbert Wiedemann, Iacyr de Aguiar Vieira, Leonardo Parentoni, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes Barros, Luiz Daniel Haj Mussi, Luiz Felipe Galloti Rodrigues, Mariana Hofmann Fuckner, Paulo Burnier Silveira, Roberto Augusto Castellanos Pfeiffer, Thiago Saddi Tannous, Thomas Bergmann.

ISBN: 978-65-89904-60-1

Publicado Pela Editora Expert, Belo Horizonte Maio De 2022

Pedidos dessa obra:

experteditora.com.br

contato@editoraexpert.com.br



AUTORES

AGUILAR VIEIRA, Iacyr de.

Ancien professeur à l'université fédérale de Viçosa, Brésil, avocat inscrit au barreau de Minas Gerais, Brésil.

AMARTINE, Daniela Nunes de.

Graduada em Direito pela Universidade de Brasília (UnB), com período sanduíche na Universidad Nacional de Colombia através do Programa de Desenvolvimento Acadêmico Abdias do Nascimento, fomentado pela Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES). Pós-graduada em Licitações e Contratos.

ANDRADE, Érico.

Professore “adjunto” nell’Università Federale di “Minas Gerais”.

ASSIS, Daniel Araújo de.

Graduado em Direito pela Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais (PUC Minas) e pós-graduando em Direito Público pela Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul (PUC RS). Especialização em Gestão de Negócios e Inovação (MBA) pela Escola Superior de Advocacia da Ordem dos Advogados do Brasil (ESA OAB/MG).

BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes.

Bacharel em Direito pela Universidade de São Paulo (2016), com extensão universitária realizada na EBS Universität für Wirtschaft und Recht (2014). Mestre em Direito Empresarial na Universidade de São Paulo (2021).

BERGMANN, Thomas.

Possui graduação em Direito pela Fundação Escola Superior do Ministério Público/RS (FMP). Pós-graduação lato sensu em Direito do Estado pela Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). Mestrado em Direito junto ao programa de pós-graduação *stricto*

sensu da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS).

CERQUEIRA, Gustavo.

Agrégé des facultés de droit, professeur à l'université de Nîmes.

FUCKNER, Mariana Hofmann.

Graduanda em Direito pela Universidade Federal do Paraná. Pesquisadora integrante do Grupo de Estudos e Pesquisa em Direito Societário Aplicado da UFPR. ÁREA DO DIREITO: Direito societário e mercado de capitais.

HAJ MUSSI, Luiz Daniel.

Doutor e Mestre em Direito Comercial pela Universidade de São Paulo – USP. Professor de Direito Empresarial da UFPR. Coordenador do Grupo de Estudos e Pesquisa em Direito Societário Aplicado da UFPR.

MOUSSA, Georges.

Graduando em Direito na Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas (EDESP-FGV). E-mail: <georgesvicentini@aol.com>.

NIZ, Kamilla Ranny Macedo.

Graduanda na Faculdade Mineira de Direito da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais.

PARENTONI, Leonardo.

Professore “adjunto” nell’Università Federale di “Minas Gerais”.

PFEIFFER, Roberto Augusto Castellanos.

Professor Doutor da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo – USP. Doutor e Mestre pela USP. Foi Diretor Executivo da Fundação PROCON de São Paulo, Conselheiro do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), Consultor Jurídico do Ministério da Justiça e Assessor de Ministro do Supremo Tribunal Federal.

RODRIGUES, Luiz Felipe Galloti.

Acadêmico da Faculdade de Direito da Universidade de Brasília (FD/UnB).

SILVEIRA, Paulo Burnier.

Professor-Adjunto da Faculdade de Direito da Universidade de Brasília (UnB). Doutor em Direito pela Universidade de Paris II e pela Universidade de São Paulo (USP).

TAJRA, Gabriel.

Graduado em Direito na Faculdade de Direito de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo (FDRP-USP). E-mail: < gabriel.aguiar.tajra@gmail.com >.

TANNOUS, Thiago Saddi.

Doutorado em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (2014-2017). Mestrado em Filosofia e Teoria Geral do Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (2013). Bacharelado em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade Federal do Paraná (2009).

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes.

Graduação em Direito pela Universidade de São Paulo (1973), mestrado em Direito Comercial pela Universidade de São Paulo (1992), doutorado em Direito Comercial pela Universidade de São Paulo (1998) e livre-docência em Direito Comercial pela Universidade de São Paulo (2012). Professor associado. Ex-Chefe do Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, em São Paulo (2016-2019).

SUMÁRIO

O JURISTA, O MÚSICO E O TRADUTOR: NOTA INTRODUTÓRIA A “INTERPRETAÇÃO JURÍDICA E INTERPRETAÇÃO MUSICAL – UM ENSAIO”, DE HERBERT WIEDEMANN	15
<i>Erasmu Valladão Azevedo França e Novaes; Thiago Saddi Tannous</i>	
INTERPRETAÇÃO JURÍDICA E MUSICAL – UM ENSAIO	19
<i>Herbert Wiedemann</i>	
COMPROMISSO DE COMPRA E VENDA PARA CONSTITUIÇÃO DE CONDOMÍNIO-HOTEL: NATUREZA EMPRESARIAL E CONSEQUENTE INAPLICABILIDADE DO CÓDIGO DE DEFESA DO CONSUMIDOR	37
<i>Roberto Augusto Castellanos Pfeiffer</i>	
O AFROEMPREENDEDORISMO COMO NICHOS ESPECÍFICO DE NEGÓCIOS: UM ESTUDO COMPARADO COM BASES EMPÍRICAS DO BRASIL E DA COLÔMBIA	81
<i>Daniela Nunes de Amartine; Paulo Burnier Silveira</i>	
A DIFUSÃO DE INFORMAÇÕES E O FUNCIONAMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS	111
<i>Lucas Carneiro Gorgulho Mendes Barros</i>	
ASPECTOS REGULATÓRIOS DA LEI SARBANES-OXLEY APLICÁVEIS ÀS EMPRESAS BRASILEIRAS	151
<i>Gabriel Tajra; Georges Gmoussa</i>	

IL SUPERAMENTO DELLA PERSONALITÀ GIURIDICA NEL DIRITTO

BRASILIANO ASPETTI SOSTANZIALI E PROCESSUALI 175

Érico Andrade; Leonardo Parentoni

CRÍTICA AO SISTEMA DE OFERTA PÚBLICA DE DISTRIBUIÇÃO DE CONTRATOS
DE INVESTIMENTO COLETIVO HOTELEIRO SOB O PRISMA DA PROTEÇÃO AO
INVESTIDOR E DA CONFIABILIDADE E DA EFICIÊNCIA DO MERCADO 201

Luiz Daniel Haj Mussi; Mariana Hofmann Fuckner

GRUPO DE SOCIEDADES NO BRASIL 257

Thomas Bergmann

LES ÉNONCÉS INTERPRÉTATIFS : UN MOYEN DE RESTRUCTURATION

DU DROIT COMMERCIAL BRÉSILIEN* 285

Iacyr de Aguiar Vieira; Gustavo Cerqueira

A CONCESSÃO DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL ÀS ASSOCIAÇÕES CIVIS UMA ANÁLISE
DA POSSIBILIDADE JURÍDICA COM BASE EM CASOS PARADIGMAS..... 305

Daniel Araújo de Assis; Kamilla Ranny Macedo Niz

ASPECTOS DA DESCONSIDERAÇÃO DA PERSONALIDADE JURÍDICA DE SOCIEDADES
ANÔNIMAS: PECULIARIDADES, RESPONSABILIZAÇÃO E CONSEQUÊNCIAS..... 351

Luiz Felipe Galloti Rodrigues

**CRÍTICA AO SISTEMA DE OFERTA PÚBLICA DE
DISTRIBUIÇÃO DE CONTRATOS DE INVESTIMENTO
COLETIVO HOTELEIRO SOB O PRISMA DA
PROTEÇÃO AO INVESTIDOR E DA CONFIABILIDADE
E DA EFICIÊNCIA DO MERCADO²⁷²**

**A CRITICAL TO THE PUBLIC OFFER SYSTEM FOR
DISTRIBUTION OF HOTEL COLLECTIVE INVESTMENT
CONTRACTS FROM THE VIEWPOINT OF THE INVESTOR
PROTECTION AND MARKET RELIABILITY AND EFFICIENCY**

Haj Mussi, Luiz Daniel

Fuckner, Mariana Hofmann

RESUMO

O objetivo do texto é analisar o desenvolvimento da regulação das ofertas públicas de distribuição de contratos de investimento coletivo hoteleiro (condo hotéis), realizada pela CVM. O estudo parte da análise comparativa entre o movimento de consolidação jurisprudencial existente no início do enfrentamento do tema, que culminou na Deliberação CVM nº 734/15, e a Instrução CVM nº 602/18. Os resultados indicam que a autarquia, ao restringir a aplicação da Instrução às ofertas públicas de unidades autônomas e ao estabelecer a análise posterior do material publicitário, regrediu no que tange à proteção do investidor. Ao mesmo tempo, a semelhança entre a quantidade e a qualidade de informações exigidas do ofertante parece indicar que a Instrução ficou no meio termo entre o regime de registro e de dispensa, carecendo de adequação a fim de realizar os objetivos da regulação do mercado de capitais.

272 O presente artigo é resultado de pesquisa desenvolvida pela acadêmica Mariana Hofmann Fuckner no programa de graduação da Universidade Federal do Paraná, como atividade do Grupo de Pesquisa em Direito Societário Aplicado, sob coordenação do Professor Luiz Daniel Haj Mussi.

PALAVRAS-CHAVE: Condo hotéis. Contrato de investimento coletivo. Deliberação CVM nº 734/15. Dispensa. Instrução CVM nº 602/18. Oferta pública. Registro.

ABSTRACT

This paper aims to analyze the regulation development of the public for the hotel collective investment contracts (condo-hotels) distribution in the Brazilian capital markets. The study is based on the comparative analysis between the CVM Deliberation nº 734/15, as the result of the jurisprudential consolidation, and the CVM Instruction nº 602/18. The results indicate that the autarchy, by restricting the application of the Instruction to public offerings of autonomous units and by establishing a subsequent analysis of the advertising material, regressed in terms of investor protection. At the same time, the similarity between the quantity and quality of information required from the offerer seems to indicate that the Instruction was in the middle ground between the registration and dismissal regime, lacking adequacy in order to achieve the objectives of the regulation of the capital market.

KEYWORDS: Condo-hotels. Collective investment contracts. Securities Commission. CVM Resolution nº 734/15. Dismissal of registration. CVM Instruction nº 602/18. Public Offer. Registration.

SUMÁRIO: 1. Introdução. 2. O registro e a dispensa de registro da sociedade emissora e da emissão de valores mobiliários. 3. O primeiro estágio da regulamentação da CVM: a opção pela dispensa do registro da oferta pública. 4. Deliberação CVM nº 734/15: consolidação da dispensa de registro de oferta pública no caso dos condo hotéis. 5. Instrução CVM nº 602/18: alterações e suas consequências. 6. Conclusão.

INTRODUÇÃO

O presente estudo analisa a disciplina regulatória proposta pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) às ofertas públicas que envolvem contratos de investimento coletivo hoteleiro (“condo hotéis”).

Define-se como contrato de investimento coletivo hoteleiro o investimento apto a possibilitar a captação de recursos junto ao público investidor, objetivando aplicá-los em um empreendimento a ser gerenciado exclusivamente por instituição hoteleira normalmente contratada pelo ofertante do condo hotel e cujos resultados deverão ser distribuídos ao investidor adquirente.²⁷³

Por meio do contrato de investimento coletivo hoteleiro, pode ser realizada a oferta de unidades autônomas ou de frações ideais de condomínios,²⁷⁴ conferindo aos adquirentes o direito de participação nos resultados da atividade de hotelaria, executada pela bandeira hoteleira contratada.²⁷⁵

Juntamente à aquisição, os investidores comprometem-se a locar sua unidade ou fração à administradora para que essa possa gerir o empreendimento.²⁷⁶ Os retornos obtidos serão devolvidos ao investidor

273 ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes (Org.). Regulação brasileira do mercado de capitais. (Coleção direito desenvolvimento justiça). São Paulo: Saraiva, 2015, p. 83.

274 DZIK, Andrea Bovino. A natureza sui generis do contrato de investimento coletivo hoteleiro e a competência da CVM sobre a matéria. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais., São Paulo, vol. 84/2019, abr-jun/2019, pp. 69-70.

275 LIMA, Marcelo Machado Costa. Condo-hotéis, assimetrias informacionais e o papel da Comissão de Valores Mobiliários, Revista EMERJ, Rio de Janeiro, v. 23, n. 1, jan-mar/2021, p. 221.

276 [...] uma empresa, como locatária, irá desenvolver a exploração hoteleira, em seu nome e sob sua responsabilidade, dos apartamentos integrantes da citada relação conjunta locatícia, pagando aos locadores, proprietários dos apartamentos locados, um aluguel fixo e um aluguel variável, propiciando, pois, a estes, a obtenção de uma renda locatícia, fora das restrições da legislação do inquilinato, tal como estariam sujeitos se fossem alugar o seu apartamento diretamente a um determinado inquilino. (MASAGÃO, Roberto Penteado. O condomínio edilício aplicado aos empreendimentos hoteleiros: “condohotel”. São Paulo: Ícone, 2004, p. 13).

conforme sua participação e a especificação prevista nos respectivos contratos de investimento coletivo associados ao empreendimento.²⁷⁷

Em síntese, a construção do empreendimento incumbe ao construtor ou incorporador e a oferta pública terá como objeto o hotel ainda na planta.²⁷⁸ Diante disso, o condo hotel apresenta arquitetura e engenharia de um hotel, podendo, juridicamente, estar constituído como condomínio edilício – se estruturado por unidades autônomas – ou como condomínio voluntário – se referente a frações ideais.²⁷⁹ A oferta realiza-se com o compromisso de que o empreendimento será explorado por determinada bandeira hoteleira,²⁸⁰ ao passo em que os resultados dessa atividade serão repassados, em parte, aos adquirentes.

Voltado o condo hotel exclusivamente à operação hoteleira, o adquirente aceita, quando da aquisição, que sua unidade autônoma ou que as frações ideais sejam destinadas “... em caráter permanente e exclusivo para o uso de hóspedes do empreendimento, na forma definida pela operadora hoteleira”.²⁸¹ Como consequência, os adquirentes “... não podem usar as unidades como se donos fossem ou permitir que terceiros o façam, já que todas devem integrar o pool hoteleiro, a ser administrado por uma bandeira específica”.²⁸² Nessa lógica, somente cabe aos adquirentes a participação no resultado do empreendimento.²⁸³

Tem-se, dessa forma, que os condo hotéis são caracterizados como empreendimentos hoteleiros cujo investimento para sua

277 Idem, p. 13.

278 LIMA, Marcelo Machado Costa. Condo-hotéis, assimetrias informacionais e o papel da Comissão de Valores Mobiliários, op. cit., p. 215.

279 DZIK, Andrea Bovino. A natureza sui generis do contrato de investimento coletivo hoteleiro e a competência da CVM sobre a matéria, op. cit., p. 70.

280 LIMA, Marcelo Machado Costa. Condo-hotéis, assimetrias informacionais e o papel da Comissão de Valores Mobiliários, op. cita., p. 215.

281 DZIK, Andrea Bovino. A natureza sui generis do contrato de investimento coletivo hoteleiro e a competência da CVM sobre a matéria, op. cit., p. 70.

282 LIMA, Marcelo Machado Costa. Condo-hotéis, assimetrias informacionais e o papel da Comissão de Valores Mobiliários, op. cit., p. 215

283 Idem.

estruturação é obtido mediante distribuição de valores mobiliários e captação da poupança popular junto ao mercado.

Os condo hotéis foram submetidos à regulação da CVM em razão do seu enquadramento na categoria de contratos de investimento coletivo, os quais se caracterizam como valores mobiliários (art. 2º, inciso IX da Lei 6.385 de 1976).^{284, 285} Atualmente, não mais se discute que esses contratos, quando ofertados publicamente para captação de recursos, enquadram-se no conceito de valor mobiliário,²⁸⁶ recebendo os investidores, como retorno, participação, parceria ou remuneração, decorrentes do esforço de terceiros.²⁸⁷

Em decorrência da conceituação dos condo hotéis como valores mobiliários, essa modalidade de investimento encontra-se submetida à regulação da CVM.

A atuação da autarquia tem como principais objetivos proporcionar a **confiabilidade do mercado** (art. 4º, II, da Lei nº 6.385/76), decorrente de um conjunto de circunstâncias que exige dos participantes atuação idônea, a **estruturação de um mercado eficiente** (art. 4º, II e III, da Lei nº 6.385/76) de forma que “... as poupanças dirijam-se naturalmente às unidades produtivas que apresentem maior rentabilidade, consideradas ao mesmo nível de risco...”,²⁸⁸ e a

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

285 Veja-se, a propósito da importância da noção funcional-instrumental de valor mobiliário adotada pela Lei brasileira, o resultado da consulta descrita por João Marcelo Sant’Anna da Costa a respeito da oferta de contrato de venda de frações de tempo em empreendimento imobiliário estruturado sob o modelo de multipropriedade. (A decisão do colegiado da CVM sobre Multipropriedade e Contratos de Investimento Coletivo. In: HANSZMANN, Felipe (Org.). Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais, vol. IV. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019, pp. 361-373).

286 ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes (Org.). Regulação brasileira do mercado de capitais, op. cit., p. 82.

287 Idem, p. 82.

288 Comissão de Valores Mobiliários. Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: Fundamentos e Princípios, 1979, p. 4.

proteção do investidor (art. 4º, IV e VI, da Lei nº 6.385/76), que impõe um tratamento equitativo aos participantes do mercado, em especial ao investidor individual.²⁸⁹

Essas finalidades, contudo, não exigem que a autarquia adentre no mérito dos investimentos. O ordenamento jurídico brasileiro vincula-se ao sistema de *full disclosure*, de clara inspiração estadunidense,²⁹⁰ em que se impõe a transparência, a qualidade e a adequação das informações prestadas pelos emissores de valores mobiliários, cabendo aos investidores a análise do conteúdo dos títulos ofertados.²⁹¹

Nesse sentido, a atenção destinada à prestação de informações ao mercado justifica-se em razão da constatação de que “... o objetivo mais apontado na regulação do mercado de capitais é o da proteção aos investidores”.²⁹² Como consequência, a proteção do investidor deriva justamente da **informação**,²⁹³ incumbindo a CVM “... assegurar a divulgação de informações suficientes e adequadas para que ele, investidor, possa livremente tomar a sua decisão de investimento”.²⁹⁴ A transparência, nessa linha, protege a autonomia da vontade, permitindo que o investidor tome suas decisões devidamente informado e com segurança.²⁹⁵ O fluxo de informações, portanto, deve ser aquele minimamente necessário para que o investidor julgue a conveniência de determinado investimento.²⁹⁶

289 Ibidem, pp. 4-5.

290 WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de capitais: fundamentos e desafios. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 197.

291 Ibidem, p. 195.

292 EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna B. PARENTE, Flávia. HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais: regime jurídico. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 51.

293 WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de capitais, op. cit., p. 199.

294 Ibidem, p. 197.

295 CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (Coord.). Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 128-129.

296 MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. Direito dos valores mobiliários, vol. 01, tomo 01. Rio de Janeiro: FGV, 2015, p. 51.

Tendo isso em vista, nota-se a relevância da informação para a regulação do mercado de capitais. É através de exigências informacionais que se garante, nesse sistema de *disclosure* mandatório,²⁹⁷ a proteção ao investidor, cuja garantia é indispensável para a realização dos dois outros objetivos do mercado: confiabilidade e eficiência.

Em primeiro lugar, quanto à **confiabilidade**, cabe o destaque de que a proteção ao investidor contribui para a idoneidade do mercado, o que resulta em maior interesse por parte dos investidores e no melhor desenvolvimento do mercado.²⁹⁸ Nessa lógica, “... *apenas uma comunicação aberta entre os diversos grupos de interessados na atividade empresarial é capaz de gerar e consolidar a necessária confiança entre as partes*”.²⁹⁹

A partir disso, deve-se reconhecer que um ambiente em que se verifica a ocorrência de um trânsito suficiente e adequado de informações ao investidor fornece a segurança necessária para que haja a transferência de valores. Afinal, acreditando-se que as companhias possuem, de fato, as características que informaram possuir, faz sentido compreender que os investidores terão mais incentivos para aportar suas poupanças junto ao mercado.

Em segundo, no que tange à **eficiência**, utiliza-se da lição de Julya Sotto Mayor Wellisch, que explica que a ausência ou a deficiência de informações culminaria num cenário de acentuada assimetria informacional, em que os investidores, diante da incerteza acerca de determinado ativo, tenderiam a reduzir o preço por eles oferecido.³⁰⁰ Em razão disso, poderia se operar verdadeira seleção adversa, em que, diante dos preços baixos, os emissores não teriam incentivos

297 WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de capitais, op. cit., p. 199.

298 CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (Coord.). Comentários à Lei do Mercado de Capitais, op. cit., p. 122.

299 Ibidem, p. 128.

300 WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de capitais, op. cit., p. 199.

para incrementar a qualidade dos títulos ofertados, pois o preço não refletiria a sua diligência e honestidade.³⁰¹

A *contrario sensu*, a divulgação da informação beneficia o emissor por induzir os investidores a pagar valor superior pelos valores mobiliários ofertados,³⁰² de forma que, nessa lógica, “... *existe um incentivo natural à divulgação voluntária de informações em um nível satisfatório aos investidores*”.³⁰³

Nesse sentido, Nelson Eizirik informa a existência de estudos que apontam que o aumento da qualidade e da quantidade de informações disponibilizadas ao mercado resulta num processo de formação de preços mais eficiente, com resultados benéficos à economia.³⁰⁴

A função externa da proteção ao investidor, decorrente da exigência de informações, garante, assim, que os preços reflitam uma adequada e eficiente alocação de recursos³⁰⁵ e que ocorra a versão dos valores aos ativos mais rentáveis.³⁰⁶

Em síntese, portanto, o poder regulatório estatal – manifestado, nesse caso, na competência da CVM – existe em função da garantia de proteção ao investidor, mediante a obrigatoriedade do fornecimento de um volume prévio de informações compatíveis com a tomada do risco do investimento.³⁰⁷

Nesse sentido, “... *pacífica é a conclusão de que os mais importantes objetivos econômicos dependem da ampla transparência de informações*”.³⁰⁸

301 Ibidem, pp. 199-200.

302 PITTA, André Grunspun. O regime de informação das companhias abertas. São Paulo: Quartier Latin, 2013, pp. 89-90.

303 Ibidem, p. 90.

304 EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna B. PARENTE, Flávia. HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais., op. cit., p. 53.

305 WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de capitais, op. cit., p. 199, p. 201.

306 CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (Coord.). Comentários à Lei do Mercado de Capitais, op. cit., p. 118.

307 MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. Direito dos valores mobiliários, vol. 01, tomo 02. Rio de Janeiro: FGV, 2015, p. 302.

308 CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (Coord.). Comentários à Lei do Mercado de Capitais, op. cit., p. 119.

O mercado de capitais, sendo fundamentalmente um mercado de informações, exige o fluxo de dados entre os seus participantes.³⁰⁹

Considerando que os condo hotéis são regulados pela autarquia, e que sua estruturação observa os objetivos acima apontados, a atuação da CVM nesse segmento deve garantir a realização da proteção ao investidor, bem como desenvolver a confiabilidade e a eficiência do mercado. Por isso, ao se observar as normativas incidentes sobre os contratos de investimento coletivo hoteleiro, deve-se ter em vista, principalmente, a regulamentação atinente à prestação de informações.

Em linha com essas finalidades expostas no art. 4º da Lei nº 6.385/76, a regulação da CVM, por meio da Instrução CVM nº 602/18, objetiva: (i) contribuir para o **desenvolvimento** sustentável de setor hoteleiro no Brasil, ampliando e melhorando o acesso de incorporadores e operadores hoteleiros ao mercado de valores mobiliários para o financiamento de suas atividades; (ii) assegurar a adequada **proteção dos investidores** em condo hotel, tendo em conta a complexidade e os riscos inerentes ao contrato de investimento coletivo hoteleiro; e (iii) promover a segurança jurídica por meio da clara definição dos deveres e responsabilidades de cada um dos participantes da oferta pública.³¹⁰ Desses objetivos, o conteúdo do presente trabalho versa sobre os dois primeiros, pois não pretende se imiscuir nas responsabilidades dos participantes da oferta pública.

Diante disso, o estudo pretende avaliar se as normas vigentes para a regulamentação das ofertas públicas envolvendo contratos de investimento coletivo hoteleiro atenderam à finalidade de proteção dos investidores e, como consequência, se contribuiram para a eficiência e para a confiabilidade do mercado.

Para tanto, no ponto 02 serão analisados os fundamentos do registro da sociedade emissora e da emissão de valores mobiliários,

309 Ibidem, p. 129.

310 Comissão de Valores Mobiliários. Edital de Audiência Pública SDM nº 08/16: “*Minuta de Instrução que dispõe sobre a oferta pública de distribuição de contratos de investimento coletivo – CIC hoteleiro.*”. Enviado em 10.11.2016.

bem como a justificativa legal oferecida à dispensa desses registros. Com o ponto 03 inicia-se o caminho pela regulação imposta pela CVM aos condo hotéis, desde os primeiros casos analisados até a Deliberação CVM nº 734/15 (ponto 04). No ponto 05 serão apontadas as principais alterações trazidas pela Instrução CVM nº 602/18, o que permitirá desenvolver as críticas que motivaram a realização do presente trabalho. Com o ponto 06, conclui-se o estudo.

O REGISTRO E A DISPENSA DE REGISTRO DA SOCIEDADE EMISSORA E DA EMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Antes de se adentrar especificamente na regulação desenvolvida pela CVM para os contratos de investimento coletivo hoteleiro, cabe uma breve digressão acerca da racionalidade atinente ao registro da oferta de distribuição de valores mobiliários e do emissor desses valores, bem como da sistemática referente à dispensa desses registros.

Seguindo o modelo desenvolvido nos Estados Unidos,³¹¹ a legislação brasileira consolidou-se no sentido de exigir o **duplo sistema de registro**,³¹² no qual se faz necessária tanto a divulgação de informações no momento da distribuição pública de valores mobiliários no mercado primário, quanto o fornecimento periódico de informações a fim de alimentar o mercado secundário.³¹³

Diante disso, a Lei nº 6.385/76 previu, em seu art. 19, o registro da emissão de valores mobiliários, e em seu art. 21, o registro da sociedade emissora. Ambos os registros possuem como objetivo essencial a promoção da confiabilidade e da eficiência do mercado em

311 WELLISCHM, Julya Sotto Mayor. Regulação do mercado de capitais brasileiro. In: Comissão de Valores Mobiliários. Direito do mercado de valores mobiliários. 1. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017, p. 64.

312 CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (Coord.). Comentários à Lei do Mercado de Capitais, op. cit., p. 430.

313 WELLISCHM, Julya Sotto Mayor. Regulação do mercado de capitais brasileiro, op. cit., pp.64-65.

decorrência da efetivação do **regime do disclosure**,³¹⁴ ao se constituírem como meios pelos quais ocorre a prestação de informações à CVM, para posterior divulgação aos investidores.³¹⁵

Isso porque a concessão dos registros atesta “... *que as informações exigidas pelo arcabouço regulatório foram prestadas na extensão e na qualidade desejadas e que os seus atos constitutivos e demonstrações financeiras [da companhia] foram elaborados em consonância com as prescrições legais aplicáveis...*”.³¹⁶ Assim, seja a emissão primária ou secundária, exige-se a autorização prévia da autoridade governamental, a qual busca garantir que as operações ocorram num mercado organizado, transparente e equitativo.³¹⁷

Nesse sentido, o registro de emissor, por um lado, seguiu o modelo conhecido como *shelf registration system*,³¹⁸ que determina a reunião das informações relativas ao emissor, como atividades, fatores de risco, administração, etc. no formulário de referência, o qual deve ser atualizado anualmente.³¹⁹ Os dados constantes nesse formulário dispensam a divulgação de informação sobre o emissor quando da realização de oferta pública de distribuição de valores mobiliários,³²⁰ visto que substitui as seções relativas à informação do emissor no prospecto da oferta pública, antes exigidas pela Instrução CVM nº 400/03.³²¹

A obtenção do registro da oferta pública, por sua vez, exige a elaboração do prospecto (art. 19, § 4º, de Lei nº 6.385/76), o qual se

314 CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (Coord.). Comentários à Lei do Mercado de Capitais, op. cit., p. 429.

315 PITTA, André Grunspun. O regime de informação das companhias abertas. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 204.

316 CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (Coord.). Comentários à Lei do Mercado de Capitais, op. cit., p. 429.

317 MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. Direito dos valores mobiliários, vol. 01, tomo 01, op. cit., p. 26.

318 PITTA, André Grunspun. O regime de informação das companhias abertas, op. cit., 211.

319 Ibidem, p. 217.

320 Ibidem, p. 211.

321 Ibidem, p. 217.

caracteriza como um documento instrumental e complementar ao formulário de referência,³²² em que se encontram informações sobre o valor mobiliário ofertado e a respeito das características e das condições da oferta.³²³

Além disso, o art. 19, § 5º, de Lei nº 6.385/76 atribui à CVM a prerrogativa de, a seu critério, dispensar o registro da oferta pública de distribuição de valores mobiliários ou de alguns de seus requisitos, em atenção ao **interesse do público investidor**, ao qual continua sendo conferida a devida proteção em razão obrigatoriedade de divulgação adequada de informações.³²⁴

Para tanto, a Instrução CVM nº 400/03 determina que a autarquia deve observar, quando da dispensa do registro, cumulativa ou isoladamente, as condições mencionadas no art. 4º, § 1º, entre as quais se encontra o valor da oferta pública, as características da oferta e seu público destinatário.

Do exposto observa-se que o registro tem natureza instrumental em relação à prestação de informações aos investidores,³²⁵ o que justifica o condicionamento da admissão à negociação dos valores mobiliários do emissor e da realização de ofertas públicas à subsunção ao regime informacional obrigatório imposto pela autarquia.³²⁶

Sendo esse o cenário, o sistema de registro, enquanto regra geral da regulação, visa garantir – porque previsto em Lei e por ser essa a finalidade de sua existência – a proteção ao investidor, o que culmina na realização dos valores da confiabilidade e da eficiência do mercado. Ocorre que a dispensa, tanto quanto o registro, obriga a companhia emissora ao fornecimento de informações aos investidores, tendo

322 CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (Coord.). Comentários à Lei do Mercado de Capitais, op. cit., p. 393.

323 PITTA, André Grunspun. O regime de informação das companhias abertas, op. cit., 222.

324 Ibidem, p. 226.

325 CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (Coord.). Comentários à Lei do Mercado de Capitais, op. cit., p. 429.

326 PITTA, André Grunspun. O regime de informação das companhias abertas, op. cit., 204.

em vista que a concessão da dispensa está intrinsecamente ligada à adequação da divulgação de informações.

Diante disso, pretende-se analisar a oferta de contratos de investimento coletivo hoteleiro justamente sobre o prisma da proteção ao investidor – porque elemento de garantia da confiança e da eficiência do mercado –, a ser efetivada mediante a imposição de um regime obrigatório de divulgação de informações.

As exigências informacionais contidas na Deliberação CVM nº 734/15 e na Instrução CVM nº 602/18, como se verá a seguir, são semelhantes, culminando na conclusão de que, pelo menos no que tange à proteção ao investidor via *disclosure* mandatório, a forma como foi estruturada a divulgação de informação na Instrução não se distancia dos requisitos a serem observados no regime de dispensa de registro.

Veja-se que, a partir disso, não se pretende defender o retorno necessário da dispensa do registro do emissor e da oferta dos condo hotéis. O presente estudo volta-se, em verdade, sob o viés da prestação de informação ao investidor, a suscitar a discussão acerca de se a Instrução CVM nº 602/18, tal como foi formulada, em comparação com os termos da Deliberação CVM nº 734/15, não teria apresentado estrutura demasiado semelhante a ponto de suscitar questionamentos a respeito de sua adequação ao mercado de condo hotéis.

O PRIMEIRO ESTÁGIO DA REGULAMENTAÇÃO DA CVM: A OPÇÃO PELA DISPENSA DO REGISTRO

A fim de traçar a correta dimensão da evolução da jurisprudência da CVM quanto aos condo hotéis, faz-se necessário estabelecer prévia diferença essencial entre as duas hipóteses de estruturação desse modelo de empreendimento. As incorporadoras podem oferecer aos investidores que adquiram: (i) frações ideais de um todo indivisível,

organizadas mediante condomínio simples (não edilício);³²⁷ ou (ii) unidades autônomas do empreendimento, sob a forma de condomínios edilícios. Essa distinção fora veiculada pela CVM no Memorando nº 35/2018-CVM/SRE/GER-2, da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE).^{328, 329}

A principal diferença entre essas modalidades – e a razão pela qual estabelecer essa comparação importa para o presente estudo – reside na proteção legal a elas oferecida e, conseqüentemente, na existência de riscos distintos a cada uma das operações.

Isso porque a compra e venda de unidades autônomas ocorre num ambiente já densamente regulado pela Lei de Condomínios e Incorporações (Lei nº 4.591/64). Nesse sentido, a referida Lei estabelece que a cada uma das unidades autônomas deve caber uma fração ideal do terreno e coisas comuns, bem como impõe a averbação, em separado, de cada unidade autônoma no registro de imóveis, “... *de sorte que, ao final da construção, cada proprietário será titular da unidade e da correspondente fração ideal de terreno e partes comuns a ela vinculada, designada especificamente de forma numérica ou alfabética*”.³³⁰

327 TRINDADE, Marcelo Fernandez. Oferta ao público de unidades autônomas de empreendimento imobiliário. Não caracterização como emissão ou oferta pública de valores mobiliários. Revista Brasileira de Direito Civil – RBDCivil, Belo Horizonte, vol. 11, p. 117-142, jan./mar. 2017, p. 125.

328 Faz-se mister esclarecer a diferença conceitual dos dois tipos de condomínios mencionados, o edilício e o voluntário, ambos tratados na Lei 10.406 de 10/01/2002 (“Código Civil”): (i) no condomínio voluntário os poderes inerentes ao domínio são titulados por duas ou mais pessoas, ou seja, a propriedade é dividida entre dois ou mais condôminos, que se tornam proprietários de uma fração ideal de um todo materialmente indivisível; e (ii) o condomínio edilício, por outro lado, é aquele composto por unidades autônomas que, juntas, formam uma edificação maior e, nessa medida, cada condômino é titular de uma fração real, que é de uso exclusivo, partilhada com uma fração ideal da propriedade coletiva [*Grifos no original*] (Comissão de Valores Mobiliários. Memorando nº 35/2018-CVM/SRE/GER-2: “*Consulta sobre a aplicabilidade da Instrução CVM nº 602/2018 de 20/8/2018 (“ICVM 602”) às ofertas públicas de distribuição de contratos de investimento coletivo envolvendo esforços de venda de partes ideais de unidades autônomas de condomínios edilícios - Processo SEI nº 19957.009425/2018-41*”. Enviado em 25.10.2018).

329 Idem.

330 TRINDADE, Marcelo Fernandez. Oferta ao público de unidades autônomas de empreendimento imobiliário., op. cit., p. 120.

A preocupação da Lei com o estabelecimento de uma série de proteções jurídicas e econômicas justifica-se em razão do risco de que, apesar do investimento feito, ao final da incorporação, o imóvel adquirido não seja entregue pelo incorporador.³³¹

O incorporador, por sua vez, deve elaborar memorial de incorporação, documento que contém informações de natureza jurídica, técnica e financeira sobre o empreendimento, as quais incluem a destinação do imóvel, o projeto de construção e a convenção de condomínio.³³² No mais, o art. 32 da Lei nº 4.591/64 estabelece como requisitos da incorporação a elaboração do orçamento do empreendimento (*avaliação do custo global da obra, atualizada à data do arquivamento* – alínea “h”), a apresentação de declaração de idoneidade financeira passada por instituições financeiras (alínea “o”),³³³ a discriminação do preço da quota-parte da área das unidades a serem entregues em pagamento do terreno que corresponderá a cada uma das unidades (alínea “l”), a apresentação do projeto aprovado pelas autoridades competentes (alínea “d”), etc., a fim de garantir a viabilidade econômica da incorporação.

Esse documento também deve ser arquivado no registro de imóveis, de forma a publicizar os parâmetros que permitem concluir pelo cumprimento dos requisitos autorizativos da incorporação.³³⁴ Com o registro do memorial de incorporação, pode-se iniciar o esforço de alienação das unidades autônomas.

Tanto é significativa a proteção do investidor decorrente da Lei de Condomínios e Incorporações que Marcelo Trindade defende que “... as proteções almejadas pela introdução dos contratos de investimento coletivo no ordenamento estão endereçadas pela Lei de Condomínios e Incorporações...”, especialmente a ampla divulgação dos riscos inerentes aos investimentos, garantida pelo arquivamento do memorial de incorporação, e a transparência e veracidade das informações

331 *Ibidem*, p 124.

332 *Ibidem*, p. 121.

333 *Ibidem*, pp. 121-122.

334 *Idem*.

prestadas, “... asseguradas, no Empreendimento Hoteleiro, pelos variados deveres legais impostos ao Incorporador pela Lei de Condomínios e Incorporações, bem como pelas obrigações legalmente atribuídas ao corretor imobiliário como intermediário da operação”.³³⁵ Diante disso, para o Autor, a incidência da Lei de Condomínios e Incorporações afastaria a aplicação da Lei nº 6.385/76, em razão de sua especificidade para regular a captação da poupança popular mediante incorporações imobiliárias.^{336_337}

No mesmo sentido, na IV Mesa Redonda da FGV acerca de Condo Hotéis e Legislação do Mercado de Capitais, veiculou-se, ainda sob o prisma da Deliberação CVM nº 734/15, a compreensão de que o produto da unidade autônoma tem proteção da Lei de Condomínios e Incorporações, que não pode ser desconsiderada, além de contar com a atuação dos registros de imóveis,³³⁸ os quais recebem a documentação do empreendimento, examinam sua exatidão e exigem a correção de eventuais falhas,³³⁹ garantindo o controle das informações prestadas.

Também, sustenta-se que os contratos de investimento coletivo hoteleiro estariam submetidos à aplicação do Código Civil no que tange à caracterização da nulidade da oferta “... quando a oferta pública ocorrer sem prévio registro ou dispensa, ou anulabilidade, quando presente o erro ou o dolo”.³⁴⁰ Ao mesmo tempo, entende-se que deve ser considerado o instituto da lesão, com previsão tanto no Código de Defesa do Consumidor (art. 6º, V), quando no Código Civil (art. 317),

335 Ibidem, p. 139.

336 Ibidem, p. 140.

337 O Autor complementa concluindo que a atuação da CVM restringe-se à oferta aos adquirentes de frações que se organizam em estruturas como contratos de investimento coletivo, cotas em sociedades em conta de participação, sociedades de propósito específico, etc. (p. 141).

338 FGV. IV Mesa Redonda da FGV, realizada em 24.09.2015: Condo-Hotel e Legislação do Mercado de Capitais. Disponível em: <https://bshinternational.com/bsh-travel-research/>. Acesso em: 20 ago. 2021.

339 TRINDADE, Marcelo Fernandez. Oferta ao público de unidades autônomas de empreendimento imobiliário., op. cit., p. 122.

340 LIMA, Marcelo Machado Costa. Condo-hotéis, assimetrias informacionais e o papel da Comissão de Valores Mobiliários, op. cit., p. 242.

para o fim de afastar o risco de o adquirente nada receber pelo seu investimento, a despeito dos aportes realizados.³⁴¹

Sobre o enquadramento do adquirente dos condo hotéis como consumidor (art. 2º, CDC), parte da doutrina estende, aos condo hotéis de unidades autônomas, a proteção conferida pela legislação consumerista.^{342_343}

Os condo hotéis estruturados no modelo de frações ideais, por sua vez, “... não serão protegidos pelas disposições da Lei de Condomínios e Incorporações, estando sujeitos apenas às regras do Código Civil Brasileiro, que não contém as proteções estabelecidas na legislação específica”.³⁴⁴ Como consequência, o condo hotel de frações ideais, na condição de condomínio voluntário, submete-se à rigorosa regulamentação contida no Código Civil, que, em matéria de condomínio pró-indiviso, estabeleceu, por exemplo, o direito de preferência entre os condomínios para aquisição da coisa indivisível (art. 504, CC).³⁴⁵ Diante disso, quando da alienação da fração por um adquirente, deve o bem ser adjudicado a um dos condôminos, cabendo indenização aos demais, ou alienado a um terceiro, com a repartição do preço entre os demais, na proporção atinente ao quinhão de cada um (art. 1.322, CC).³⁴⁶

Veja-se que essa previsão legal impõe severas dificuldades à organização dos condo hotéis no modelo das frações ideais, condicionando – e, como consequência, dificultando – o exercício do direito de alienação da fração pelo condômino interessado em realizar essa operação.

341 Idem.

342 RAGIL, Rodrigo Rocha Feres. A regulação das formas de captação coletiva de recursos pela internet mediante emissão de valor mobiliário, op. cit., p. 115.

343 EMERY, Rafaela de Souza. Ofertas de Investimento no Setor Hoteleiro, op. cit., p. 77.

344 TRINDADE, Marcelo Fernandez. Oferta ao público de unidades autônomas de empreendimento imobiliário., op. cit., p. 127.

345 Ibidem, p. 128.

346 Idem.

Além disso, Marcelo Trindade adequadamente destaca que a estruturação das frações ideais, dispensando o registro da convenção de condomínio e a divisão e a atribuição de titularidade das unidades autônomas, vai na contramão da evolução do regime jurídico brasileiro proporcionada pela Lei de Condomínios e Incorporação.³⁴⁷ Para o Autor, inclusive, ao adquirente das frações ideais impõem-se riscos decorrentes da “... incompatibilidade histórica do regime do condomínio simples do Código Civil com o de divisão da titularidade de imóveis em frações oferecidas ao público”.³⁴⁸

Portanto, verifica-se que a oferta aos investidores de unidades autônomas implica a subsunção a um regramento consolidado, protetivo dos adquirentes e atento à divulgação de informações, bem como se pode pensar na aplicação de institutos do Código Civil e do Código de Defesa do Consumidor. A toda essa carga normativa ainda se soma a regulação da CVM, abaixo esmiuçada. Por outro lado, em se tratando de frações ideais, além do rígido regramento do condomínio pró-indiviso estabelecido pelo Código Civil, resta à oferta apenas a regulação da CVM, o que evidencia a distinção dos níveis de proteção dos participantes de cada uma das ofertas.

A relevância do estabelecimento dos diferentes riscos entre as modalidades de estruturação dos condo hotéis justifica-se em virtude da distinta proteção conferida pela CVM ao longo da sua maturação normativa sobre o tema, o que será posteriormente analisado quando do cotejo da Deliberação CVM nº 734/15 e da Instrução CVM nº 602/18.

Prosseguimento na análise da regulação da CVM, nota-se não havia registro de atuação e fiscalização dos condo hotéis por parte da autarquia até meados 2013.³⁴⁹

Apenas em 12 de dezembro de 2013, a CVM divulgou *Alerta de Mercado* aos incorporadores, corretores de imóveis e demais participantes do mercado, acerca das ofertas irregulares desses

347 Ibidem, p. 132.

348 Idem.

349 Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.008081/2016-91, Rel. Gustavo Borba, decidido pelo colegiado da CVM em 07.08.2018.

empreendimentos imobiliários.³⁵⁰ Na ocasião, a CVM comunicou que os contratos que conferiam aos investidores direito de participação ou remuneração atrelados a esforço de terceiros configuravam contratos de investimento coletivo, valor mobiliário previsto no inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76. Dessa forma, a oferta desses contratos, a ser realizada exclusivamente por sociedades registradas na autarquia, também precisava de prévio registro junto à CVM.³⁵¹

Apesar do alerta veicular a necessidade de registro do emissor e também da oferta específica, nos anos que seguiram à divulgação da alerta foram protocolados mais de 60 pedidos de dispensa de registro,³⁵² com fulcro no art. 4º da Instrução CVM nº 400/03.³⁵³ Como se sabe, a regra autoriza que seja dispensado o registro (ou outros requisitos previstos na Instrução), quando observado o interesse público, a adequada informação e a proteção do investidor.

Cumprir destacar que, em atenção à distinção estabelecida no início deste tópico, até maio de 2015 a maioria dos pedidos levados à autarquia versava sobre empreendimentos estruturados sob a forma de unidades autônomas.³⁵⁴ Entretanto, esse modelo de condo hotéis

350 Comissão de Valores Mobiliários. CVM alerta para ofertas irregulares de investimento em empreendimentos imobiliários. 12 de dezembro de 2013. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-alerta-para-ofertasirregulares-de-investimento-em-empreendimentos-imobiliariose37fd0a6fd4c4f55958d899e693669b5>.

351 NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. Contratos de investimento coletivo denominados de condo-hotéis. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, vol. 77/2017, jul-set/2017, p. 72.

352 Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.008081/2016-91, Rel. Gustavo Borba, decidido pelo colegiado da CVM em 07.08.2018.

353 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.

354 EMERY, Rafaela de Souza. Ofertas de Investimento no Setor Hoteleiro. 108 p. Monografia (Graduação em Direito). Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro: Rio de Janeiro, 2015, p. 75.

não era exclusividade. Inclusive, no primeiro caso decidido pela CVM sobre o tema o modelo utilizado foi o de frações ideais (RJ 2014/1503).³⁵⁵

Sendo esse o contexto, ao decidir os reiterados pedidos de dispensa, o Colegiado da CVM definiu que, no caso dos condo hotéis (unidades autônomas ou frações ideais), ficavam dispensados: *a*) o registro de oferta pública de valores mobiliários (nos termos do art. 4º, §1º, incisos II, VI e VII, da Instrução CVM nº 400/2003); *b*) o registro de emissor de valores mobiliários; *c*) a contratação de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, na forma do art. 3º, §2º, e art. 4º da Instrução CVM nº 400/03; e *d*) o cumprimento dos prazos de duração da oferta, previstos nos arts. 17 e 18 da Instrução CVM nº 400/03.³⁵⁶

A autarquia, nessa oportunidade, exigiu o cumprimento de determinados requisitos para o deferimento de cada uma das dispensas solicitadas, principalmente associados à garantia de informações aos investidores. É o que se demonstrará a partir de agora, mediante referência à análise técnica realizada pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE) nos processos administrativos CVM nº RJ2014/6342, RJ014/5323, RJ2014/6202 e RJ2014/10089.

Observa-se que, como visto, tem destaque na fiscalização realizada pela autarquia a relação de intersecção entre o fornecimento de informações e a proteção ao investidor. Nelson Eizirik define que é possível proteger o investidor por meio de artefatos normativos aplicados aos emissores de valores mobiliários, exigindo a prestação das informações necessárias à avaliação dos negócios, além de divulgação

355 Ibidem, p. 78/Processo Administrativo CVM nº RJ2014/1503, Rel. SRE, decidido pelo colegiado da CVM em 30.04.2014.

356 Processo Administrativo CVM nº RJ2014/6342, Rel. SRE, decidido pelo colegiado da CVM em 12.08.2014; Processo Administrativo CVM nº RJ2014/5323, Rel. SRE, decidido pelo colegiado da CVM em 02.09.2014; Processo Administrativo CVM nº RJ2014/6202, Rel. SRE, decidido pelo colegiado da CVM em 29.10.2014; Processo Administrativo CVM nº RJ2014/10089, Rel. SRE, decidido pelo colegiado da CVM em 03.02.2015.

de informações que possibilitem o controle de comportamentos ilegais e de eventual conduta abusiva dos *players*.^{357, 358}

Constatou, a partir dessa análise, que o deferimento das dispensas pretendidas não significou abandono da tutela do investidor e da promoção de confiabilidade e de eficiência no mercado de capitais. Simultaneamente à dispensa, permaneceu a exigência de que os emissores cumprissem deveres capazes de proporcionar a divulgação das informações necessárias à proteção do destinatário da oferta.

1. *Dispensa de registro de oferta pública de valores mobiliários*

Para a dispensa de registro da oferta específica, a área técnica da CVM entendeu que era preciso analisar, inicialmente, os requisitos de interesse público, da adequada informação e da proteção ao investidor.³⁵⁹

Quanto ao interesse público, a SRE, em diversas ocasiões, definiu que a utilização dos empreendimentos hoteleiros construídos sob a forma de *condo hotéis* coadunava-se com a vontade do poder público, considerando que, em sua origem, os *condo hotéis* desempenharam papel relevante na estruturação do aparato hoteleiro para atender às necessidades das cidades que sediaram os grandes eventos esportivos,

357 EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna B. PARENTE, Flávia. HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico, op. cit., p. 136.

358 Nesse sentido, a área técnica já se manifestou sobre a [...] necessidade de qualificação da informação prestada ao investidor, tanto no momento anterior como posterior à aquisição das frações imobiliárias hoteleiras. Tal qualificação se dará por meio da disponibilização ao investidor de informações claras, completas, precisas, verdadeiras, atuais e necessárias, que lhe permitam uma decisão consciente sobre a aquisição, ou não, das frações imobiliárias, bem como acompanhar o desempenho financeiro do negócio do qual decidiu participar. (Processo Administrativo CVM nº RJ2014/1503, Rel. SRE, decidido pelo colegiado da CVM em 30.04.2014).

359 Processo Administrativo CVM nº RJ2014/6342, Rel. SRE, decidido pelo colegiado da CVM em 12.08.2014; Processo Administrativo CVM nº RJ2014/5323, Rel. SRE, decidido pelo colegiado da CVM em 02.09.2014; Processo Administrativo CVM nº RJ2014/6202, Rel. SRE, decidido pelo colegiado da CVM em 29.10.2014; Processo Administrativo CVM nº RJ2014/10089, Rel. SRE, decidido pelo colegiado da CVM em 03.02.2015..

³⁶⁰ ocorridos entre 2014 e 2016 (Copa do Mundo de Futebol e Jogos Olímpicos do Rio de Janeiro, respectivamente).

Na II Mesa Redonda da FGV acerca de Condo Hotéis e Legislação do Mercado de Capitais, a autarquia explicou que, em razão desses eventos esportivos – mais especificamente dos Jogos Olímpicos do Rio de Janeiro, em 2016 – havia uma série de contratos de incorporadoras com a Prefeitura da Cidade do Rio de Janeiro, com prazo para entrega do empreendimento.³⁶¹ Diante disso, a CVM, ao estatuir inicialmente o regime de dispensa, atentou-se a esse cenário, incentivando o poder público municipal a dar continuidade à demanda hoteleira, ao mesmo tempo em que exigia a prestação de adequada informação ao investidor,³⁶² o que justificou a configuração da dispensa do registro da oferta na forma como consolidada na Deliberação CVM nº 734/15.

Portanto, nesse primeiro momento de necessidade de regulação dos condo hotéis, decorrente da elevada demanda no setor hoteleiro incentivada pelos eventos esportivos no Rio de Janeiro, o interesse público estava justamente em contribuir para que os contratos de incorporação vigentes à época pudessem ser cumpridos no prazo acordado, sem se descuidar da prestação de informações ao investidor.

No mais, contribuiu para a alta demanda dos condo hotéis a promulgação da Lei Complementar nº 108 de 2010, pelo prefeito da cidade do Rio de Janeiro, que restringiu a construção de hotéis na modalidade hotel-residência às Áreas de Especial Interesse Urbanístico – AEIU do Porto e do Centro da cidade do Rio de Janeiro.³⁶³ Como consequência, os condo hotéis de frações ideais apresentaram-se

360 EMERY, Rafaela de Souza. *Ofertas de Investimento no Setor Hoteleiro*, op. cit., p. 67.

361 FGV. II Mesa Redonda FGV: Condo-Hotel e Legislação de Mercado de Capitais, 2014, Rio de Janeiro, RJ. Atas... Rio de Janeiro, RJ. Faculdade Getúlio Vargas, 2016. Disponível em: <https://silo.tips/download/ii-mesa-redonda-fgv-condo-hotel-e-legislacao-de-mercado-de-capitais>. Acesso em: 20 ago. 2021.

362 Idem.

363 TRINDADE, Marcelo Fernandez. *Oferta ao público de unidades autônomas de empreendimento imobiliário*, op. cit., p. 127.

como uma alternativa para se subtrair ao cumprimento dessa Lei,³⁶⁴ o que possibilitou o atendimento a demanda por hotéis na cidade.

A despeito de as justificativas iniciais, o interesse público que justifica a dispensa do registro da oferta de condo hotéis pode ser verificado também no incentivo ao desenvolvimento do setor hoteleiro.

Nesse sentido, levantou-se na V Mesa Redonda da FGV acerca de Condo Hotéis e Legislação do Mercado de Capitais a importância dos condo hotéis para a economia de turismo atual, considerando o diminuto investimento dos entes federativos nesse âmbito de infraestrutura. Assim, para o fortalecimento do turismo e da hotelaria torna-se essencial o financiamento privado dos empreendimentos, que pode ser viabilizado mediante oferta pública de contratos de investimento coletivo hoteleiro.³⁶⁵

Por isso, estão igualmente endereçados à satisfação do interesse público aqueles empreendimentos que auxiliam no fomento ao turismo e no desenvolvimento e aprimoramento da infraestrutura das cidades brasileiras.

Retornando às exigências da CVM, a fim de verificar se o empreendimento preenchia o requisito do fornecimento de adequada informação sobre o negócio e, conseqüentemente, se garantia a proteção do investidor, a SRE determinava que fossem disponibilizados documentos que contivessem informações sobre as particularidades do negócio e dos riscos a ele associados. Nesse rol de informações, deveriam ser obrigatoriamente disponibilizados o prospecto, contendo a descrição da oportunidade de investimento, as premissas do negócio e os fatores de risco associados, assim como o estudo de viabilidade do empreendimento.³⁶⁶

364 Idem.

365 FGV. V Mesa Redonda da FGV, realizada em 01.12.2016: Condo-Hotel e Legislação do Mercado de Capitais. Disponível em: <https://www.bshinternational.com/sys/download/V-Mesa-Redonda-FGV---Condo-Hotel-e-Legisla--o-de-Mercado-de-Capitais-01.....pdf>.

366 Processo Administrativo CVM nº RJ2014/6342, Rel. SRE, decidido pelo colegiado da CVM em 12.08.2014; Processo Administrativo CVM nº RJ2014/5323, Rel. SRE, decidido pelo colegiado da CVM em 02.09.2014; Processo Administrativo CVM nº RJ2014/6202,

Isso se justifica porque, conforme defendido por Júlio Ramalho Dubeux, o registro da oferta pública, assim como do emissor de valores mobiliários, é a principal forma de garantir que informações importantes sejam disponibilizadas ao público.³⁶⁷ O Autor explica que através da divulgação do prospecto e do estudo de viabilidade econômica são fornecidas as informações necessárias sobre a oferta e seus fatores de risco,³⁶⁸ dados essenciais à proteção do investidor.

Por fim, a SRE definiu, com base no § 1º do art. 4º da Instrução CVM nº 400/03,³⁶⁹ que, para o deferimento da dispensa de registro da oferta, fossem observados o valor unitário dos valores mobiliários ofertados, o público destinatário da oferta e a garantia de que essa oferta fosse destinada a investidores qualificados.³⁷⁰

Entendia-se que o público destinatário da oferta deveria ser de investidores qualificados, aos quais essa característica é atribuída considerando o valor dos valores mobiliários ofertados. Ainda, os elementos necessários à qualificação do investidor também dependiam de se a oferta seria realizada mediante distribuição de unidades autônomas ou de frações ideais – e aqui se inicia a diferente proteção oferecida aos investidores de cada modalidade, ainda que ambos estejam, nesse momento, dispensados do registro da oferta.

Rel. SRE, decidido pelo colegiado da CVM em 29.10.2014; Processo Administrativo CVM nº RJ2014/10089, Rel. SRE, decidido pelo colegiado da CVM em 03.02.2015.

367 DUBEUX, Júlio Ramalho. Registro na CVM não garante o sucesso do investimento: precedente judicial no “Caso Boi Gordo”, 2007, p. 2. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/entrevistas/Arquivos/AlexandrePinheiro/Registro_na_CVM_nxo_garante_o_sucesso_do_investimento.PDF.

368 Idem, p. 2.

369 § 1º Na dispensa mencionada no caput, a CVM considerará, cumulativa ou isoladamente, as seguintes condições especiais da operação pretendida: II - o valor unitário dos valores mobiliários ofertados ou o valor total da oferta; [...] VI - o público destinatário da oferta, inclusive quanto à sua localidade geográfica ou quantidade; ou VII - ser dirigida exclusivamente a investidores qualificados.

370 Processo Administrativo CVM nº RJ2014/6342, Rel. SRE, decidido pelo colegiado da CVM em 12.08.2014; Processo Administrativo CVM nº RJ2014/5323, Rel. SRE, decidido pelo colegiado da CVM em 02.09.2014; Processo Administrativo CVM nº RJ2014/6202, Rel. SRE, decidido pelo colegiado da CVM em 29.10.2014; Processo Administrativo CVM nº RJ2014/10089, Rel. SRE, decidido pelo colegiado da CVM em 03.02.2015.

No caso de distribuição de **unidades autônomas**, exigia-se do investidor que, ao aceitar a Oferta, (i) apresentasse referências bancárias; (ii) assinasse declaração atestando que tinha conhecimento e experiência em finanças e negócios suficientes para avaliar os riscos e o conteúdo da oferta, que era capaz de assumir tais riscos, que teve amplo acesso às informações que julgou necessárias e suficientes para a decisão de investimento, notadamente aquelas normalmente fornecidas no prospecto, e que teve conhecimento de que se tratava de hipótese de dispensa de registro ou de outros requisitos; além de que (iii) rubricasse um documento descrevendo os principais fatores de risco que envolviam o investimento.³⁷¹

Ademais, como se trata da modalidade em que o investidor já goza de maior proteção, a CVM exigia que, alternativamente, o investidor aplicasse trezentos mil reais – no mínimo – no empreendimento ou tivesse um milhão de reais em patrimônio líquido.³⁷²

Por essa razão, nas decisões de dispensa de oferta de unidades autônomas, caso o valor da unidade autônoma ofertada ultrapassasse os trezentos mil reais – o que normalmente acontecia –, a área técnica entendia que estavam preenchidos os requisitos de garantia de investidor qualificado e de análise do destinatário e do valor da oferta. Se o valor da unidade fosse inferior a esse parâmetro, a CVM autorizava a dispensa do registro da oferta, desde que, caso o investidor não tivesse patrimônio líquido igual ou superior a um milhão de reais, fossem adquiridas mais de uma unidade autônoma do empreendimento.³⁷³

Já no que diz respeito ao investimento em **frações ideais**, os requisitos eram mais rigorosos. Além da apresentação de referências bancárias, da declaração atestando conhecimento das características e dos riscos do negócio e da assinatura de documento descrevendo esses riscos, exigia-se que o investidor possuísse, ao menos, um

371 Processo Administrativo CVM nº RJ2014/6342, Rel. SRE, decidido pelo colegiado da CVM em 12.08.2014.

372 Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.005730/2016-00, Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, decidido pelo colegiado da CVM em 01.11.2016.

373 Idem.

milhão e meio de reais de patrimônio ou investisse pelo menos um milhão na oferta.³⁷⁴

Dessa forma, tanto quanto no caso de registro da oferta pública,³⁷⁵ os requisitos impostos pela CVM aos incorporadores e aos investidores, nas primeiras decisões submetidas à autarquia, garantiam a disponibilização das informações necessárias ao investidor acerca dos riscos do negócio.

2. Dispensa do registro de emissor de valores mobiliários

A área técnica da CVM definiu que o registro da sociedade como emissora de valores mobiliários era requisito essencial nos casos de registro da oferta pública. Diante disso, quando da dispensa de registro da oferta, dispensou-se, também, o registro do emissor.³⁷⁶

Este raciocínio, inclusive, já havia sido implementado no âmbito normativo da CVM quando da edição da Instrução CVM nº 476/09, aplicável ao registro de oferta pública de valores mobiliários distribuídos com esforços restritos.³⁷⁷ No âmbito desta Instrução,

374 Confira-se, a propósito desse entendimento, trecho da decisão do Colegiado da CVM, proferida no âmbito do Processo Administrativo CVM nº RJ2014/1503: “No entendimento do Colegiado, a Oferta deve ser exclusivamente destinada a investidores que se enquadrem no conceito de investidor qualificado previsto no art. 109 da Instrução CVM 409, e, ainda, que: (i) possuam ao menos R\$ 1,5 milhão de patrimônio; ou, alternativamente, (ii) invistam ao menos R\$ 1 milhão na Oferta em questão” (Processo Administrativo CVM nº RJ2014/1503, Rel. SRE, decidido pelo colegiado da CVM em 30.04.2014).

375 Conforme pondera Nelson Eizirik: “A Exposição de Motivos da Lei nº 6.385/1976 – que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários – enfatizou que a finalidade da norma que trata do registro é precisamente a de proteger os investidores mediante a apresentação de informações. [...]. Objetivase, com tal registro, obrigar a companhia emissora a revelar, ao mercado, fatos relativos à sua situação econômica e financeira, possibilitando aos investidores uma avaliação correta dos títulos oferecidos” In: WALD, Arnaldo. GONÇALVES, Fernando. SOARES DE CASTRO, Moema Augusta (Coord.): FREITAS, Bernardo Vianna. CARVALHO, Mário Tavernard Martins de (Org.). Sociedades Anônimas e Mercados de Capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 20.

376 Processo Administrativo CVM nº RJ2014/5323, Rel. SRE, decidido pelo colegiado da CVM em 02.09.2014.

377 Art. 1º Serão regidas pela presente Instrução, as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos.

a dispensa do registro da oferta acarreta a dispensa do registro do emissor.³⁷⁸

Entretanto, de igual inspiração na Instrução supracitada, a autarquia impunha o dever aos incorporadores do empreendimento hoteleiros de submeter suas demonstrações financeiras à auditoria, por auditor registrado na CVM, e de divulgar essas demonstrações em sua página na rede mundial de computadores.³⁷⁹

Sobre as prestações informacionais associadas ao registro, Júlio Ramalho Dubeux explica que o registro do emissor deve ser acompanhado da divulgação de demonstrações financeiras, verificadas por auditor independente, a fim de permitir que o investidor conheça a situação da empresa em que vai aplicar seu capital.³⁸⁰ Nesse ponto, portanto, a dispensa manteve o patamar informativo aplicável ao registro de emissor de valores mobiliários.

3. Dispensa de contratação de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários

Quanto a este requisito, a SRE entendia ser dispensável a contratação de instituição intermediária em atenção às características particulares da oferta de contratos de investimento coletivo hoteleiro.³⁸¹

Isso porque como a oferta dos condo hotéis era intermediada por corretores de imóveis e tendia a se prolongar no tempo para

378 Processo Administrativo CVM nº RJ2014/5323, Rel. SRE, decidido pelo colegiado da CVM em 02.09.2014.

379 Processo Administrativo CVM nº RJ2014/5323, Rel. SRE, decidido pelo colegiado da CVM em 02.09.2014.

380 DUBEUX, Júlio Ramalho. Registro na CVM não garante o sucesso do investimento, op. cit., Disponível em: https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/entrevistas/Arquivos/AlexandrePinheiro/Registro_na_CVM_nxo_garante_o_sucesso_do_investimento.PDF.

381 Processo Administrativo CVM nº RJ2014/6342, Rel. SRE, decidido pelo colegiado da CVM em 12.08.2014; Processo Administrativo CVM nº RJ2014/5323, Rel. SRE, decidido pelo colegiado da CVM em 02.09.2014; Processo Administrativo CVM nº RJ2014/6202, Rel. SRE, decidido pelo colegiado da CVM em 29.10.2014; Processo Administrativo CVM nº RJ2014/10089, Rel. SRE, decidido pelo colegiado da CVM em 03.02.2015.

além dos prazos previstos na Instrução CVM nº 400/03,³⁸² tornava-se inconsistente a exigência de instituição intermediária pertencente ao sistema de distribuição dos valores mobiliários. Assim, reconheceu-se que o esforço de distribuição do empreendimento hoteleiro somente se encerrava quando da venda de todas as unidades ou frações,³⁸³ ao qual não deveria ser estabelecido tempo pré-determinado.

Da forma semelhante às demais dispensas, nessa também permaneceram as obrigações das incorporadoras instituídas para suprir os deveres exigidos nos casos em que são registráveis a oferta e o emissor e nos quais estão presentes as ditas instituições intermediárias. Nessa dispensa específica, as incorporadoras responsabilizavam-se pela veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações prestadas.³⁸⁴

4. Dispensa do cumprimento dos prazos de duração da oferta

Por fim, ficava dispensado o cumprimento dos prazos de duração da oferta. Esses prazos eram estipulados para as ofertas registradas visando atualizar as informações disponibilizadas ao tempo da oferta.³⁸⁵ Em decorrência da dispensa, ficavam os incorporadores obrigados a revisar os informativos do empreendimento durante o tempo em que perdurasse a oferta,³⁸⁶ a fim de garantir justamente que as informações necessárias estivessem à disposição do público de forma atualizada e verdadeira.

Dado esse cenário, a dispensa do registro da oferta pública dos contratos de investimento coletivo dos empreendimentos hoteleiros (condo hotéis) não significou a redução da proteção conferida ao

382 Processo Administrativo CVM nº RJ2014/5323, Rel. SRE, decidido pelo colegiado da CVM em 02.09.2014.

383 Processo Administrativo CVM nº 19957.006485/2016-40, Rel. SRE, decidido pelo colegiado da CVM em 21.02.2017.

384 Processo Administrativo CVM nº RJ2014/5323, Rel. SRE, decidido pelo colegiado da CVM em 02.09.2014.

385 Idem.

386 Idem.

investidor. Buscou-se, ao mesmo tempo em que se dispensava o registro da oferta e do emissor, a contratação de instituição intermediária e cumprimento dos prazos da oferta, estabelecer contrapartidas destinadas aos incorporadores, operadores hoteleiros e investidores. Essas se apresentavam mediante obrigações e deveres, principalmente de divulgação de informações, que deveriam ser observados para a obtenção das dispensas pretendidas.

As garantias oferecidas em razão da concessão dispensa foram, inclusive, reconhecidas pela própria CVM no Edital de Audiência Pública SDM nº 08 /16, no qual a autarquia apresentou as justificativas da edição da nova Instrução sobre o tema (CVM 602/18).³⁸⁷

Do exposto, entende-se que, mesmo se utilizando do sistema de dispensa de registro, manteve-se possível a consagração do objetivo primordial da regulação exercida pela CVM no mercado de capitais: a proteção ao investidor mediante a sistemática do *full disclosure*.³⁸⁸

DELIBERAÇÃO CVM Nº 734/15: CONSOLIDAÇÃO DA DISPENSA DE REGISTRO DE OFERTA PÚBLICA NO CASO DOS CONDO HOTÉIS

Estabelecidos os parâmetros e requisitos de dispensa acima descritos, o Colegiado da CVM aprovou, em 2015, a edição de deliberação para regular as “... ofertas públicas de distribuição de contratos

387 Em contrapartida, a concessão de tais dispensas era condicionada ao cumprimento pelos ofertantes de diversas condições, dentre as quais cabe mencionar: (i) deveres de informação, notadamente a divulgação e a atualização ao longo da oferta de prospecto resumido e de estudo de viabilidade econômica do empreendimento hoteleiro, (ii) a restrição do público-alvo da oferta a investidores que atendessem a determinados requisitos de qualificação, (iii) prévia aprovação pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE de todas as peças de material publicitário, as quais deveriam observar ainda determinadas regras atinentes à linguagem empregada e ao conteúdo disponibilizado; e (iv) a divulgação, durante a existência do empreendimento hoteleiro, de informações financeiras anuais e trimestrais auditadas por auditor independente registrado na CVM (Comissão de Valores Mobiliários. Edital de Audiência Pública SDM nº 08/16: “*Minuta de Instrução que dispõe sobre a oferta pública de distribuição de contratos de investimento coletivo – CIC hoteleiro*.”. Enviado em 10.11.2016).

388 ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes (org). Regulação brasileira do mercado de capitais, op. cit., p. 40.

*de investimento coletivo no âmbito de projetos imobiliários vinculados à participação em resultados de empreendimentos hoteleiros”.*³⁸⁹

Conforme mencionado na decisão que autorizou a edição de deliberação para regulação dos condo hotéis,³⁹⁰ a pretensão do Colegiado era de que, com a deliberação, fossem consolidadas as dispensas já conferidas e os requisitos exigidos nas reiteradas decisões sobre o tema. Como parâmetro foram utilizadas, entre outras, as decisões dos processos administrativos RJ2014/1503, RJ2014/6342, RJ2014/5323, RJ2014/6202 e RJ2014/10089, justamente objetivando a redução do cronograma de análise dos futuros pedidos de dispensa.

Assim, a edição da Deliberação CVM nº 734/15 constituiu um marco regulatório no âmbito dos condo hotéis. Essa Deliberação atribuía à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE) a competência para conferir as dispensas em ofertas públicas dos condo hotéis.³⁹¹

Mais do que isso, a Deliberação estabelecia que poderiam ser dispensados o registro da oferta pública de distribuição de valores mobiliários (inciso II, a), o registro de emissor (inciso II, b), a contratação de instituição intermediária (inciso II, c) e o cumprimento dos prazos de duração da oferta (inciso II, d).³⁹²

389 Processo Administrativo CVM nº 2015/2080, Rel. DPR, decidido pelo colegiado da CVM em 17.03.2015.

390 Idem.

391 II – delegar à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários a competência para dispensar, observadas as condições previstas nesta Deliberação, os seguintes requisitos estabelecidos nas normas que regulamentam as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários [...].

392 II – delegar à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários a competência para dispensar, observadas as condições previstas nesta Deliberação, os seguintes requisitos estabelecidos nas normas que regulamentam as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários: a) registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários de que trata o art. 19 da Lei nº 6.385, de 1976; b) registro de emissor de valores mobiliários de que trata o art. 21 da Lei nº 6.385, de 1976; c) contratação de instituição intermediária integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, nos termos do art. 2º, § 3º, inciso III da Lei nº 6.385, de 1976, e art. 3º, § 2º da Instrução CVM nº 400, de 2003; e d) cumprimento dos prazos de duração da oferta estabelecidos nos arts. 17 e 18 da Instrução CVM nº 400, de 2003 [...].

Ademais, incluía em seu escopo normativo os dois modelos de oferta pública, a saber, unidades autônomas ou frações ideais.³⁹³ Nesse sentido, utilizava-se dos mesmos parâmetros de balizas patrimoniais aos investidores que já haviam sido fixados nas decisões dos processos administrativos que serviram de base à Deliberação.³⁹⁴

Nos itens seguintes, a Deliberação estabelecia os documentos necessários à instrução do pedido de dispensa (inciso IV, alínea a³⁹⁵) e determinava que deveria ser conferido ao investidor o direito de retratação, aplicável aos casos em que o investidor tivesse adquirido o contrato de investimento coletivo oriundo de uma oferta irregular (inciso V, alínea c).³⁹⁶ Por fim, definiu as obrigações dos ofertantes enquanto a oferta estivesse em vigor e enquanto durasse o esforço de venda do empreendimento hoteleiro, reforçando as exigências já impostas nas decisões que serviram de parâmetro.³⁹⁷

Destaca-se, dessa forma, que o cenário de regulamentação dos condo hotéis encontrava-se estável em 2015. Recorde-se que, iniciados em 2013 os esforços de controle dessa modalidade de empreendimento, quando da elaboração da Deliberação restavam estabelecidos e

393 III – podem ser objeto das dispensas relacionadas no inciso II acima as ofertas de CIC envolvendo esforços de venda de: a) unidades imobiliárias autônomas destinadas exclusivamente a investidores que possuam ao menos R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) de patrimônio ou invistam ao menos R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) na oferta; b) partes ideais de condomínios gerais destinadas exclusivamente a investidores qualificados conforme definição dada pela CVM e, ainda, que possuam ao menos R\$ 1.500.000,00 (um milhão e quinhentos mil reais) de patrimônio ou invistam ao menos R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) na oferta;

394 Processo Administrativo CVM nº RJ2014/6342, Rel. SRE, decidido pelo colegiado da CVM em 12.08.2014; Processo Administrativo CVM nº RJ2014/5323, Rel. SRE, decidido pelo colegiado da CVM em 02.09.2014; Processo Administrativo CVM nº RJ2014/6202, Rel. SRE, decidido pelo colegiado da CVM em 29.10.2014; Processo Administrativo CVM nº RJ2014/10089, Rel. SRE, decidido pelo colegiado da CVM em 03.02.2015.

395 a) os pedidos de dispensa sejam instruídos com os seguintes documentos: [...].

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

397 Processo Administrativo CVM nº RJ2014/6342, Rel. SRE, decidido pelo colegiado da CVM em 12.08.2014; Processo Administrativo CVM nº RJ2014/5323, Rel. SRE, decidido pelo colegiado da CVM em 02.09.2014; Processo Administrativo CVM nº RJ2014/6202, Rel. SRE, decidido pelo colegiado da CVM em 29.10.2014; Processo Administrativo CVM nº RJ2014/10089, Rel. SRE, decidido pelo colegiado da CVM em 03.02.2015.

consolidados os requisitos, os documentos, as obrigações e os deveres atinentes à oferta de contratos de investimento coletivo em empreendimentos hoteleiros. Esse contexto tornou-se possível em razão da formação de standards para a concessão de dispensa por meio de reiteradas decisões sobre o tema, oriundas dos mais de 60 pedidos protocolados entre os anos de 2014 e 2015.³⁹⁸

Ao mesmo tempo, nota-se, conforme já apontado, que o deferimentos das dispensas não impôs obstáculos à tutela do investidor, nem criou oportunidades de utilização ilícita ou irregular desse mecanismo de captação da poupança popular. Tem-se, dessa forma, desde 2015, um cenário de regulação garantidor da proteção ao investidor.

Entretanto, em 2018, a CVM optou por alterar, mediante a edição da Instrução CVM nº 602/18, a regulamentação até então conferida à oferta pública de distribuição de contratos de investimento coletivo hoteleiro.

INSTRUÇÃO CVM Nº 602/18: ALTERAÇÕES E SUAS CONSEQUÊNCIAS

Entre todas as alterações implementadas pela Instrução CVM nº 602/18, será analisada, neste estudo, a distinta regulamentação atinente a três pontos: a) a aplicação da nova Instrução somente às ofertas públicas de unidades autônomas de condo hotéis; b) a análise posterior do material publicitário; e c) a opção pela obrigatoriedade, como regra, do registro da oferta pública.

Antes de demonstrar as especificações dessas alterações trazidas pela Instrução, cabe aqui mencionar as justificativas apresentadas pela CVM à introdução do novo marco regulatório para as ofertas públicas de condo hotéis.

398 Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.008081/2016-91, Rel. Gustavo Borba, decidido pelo colegiado da CVM em 07.08.2018.

Segundo a autarquia, a aplicação da Instrução somente às ofertas públicas de unidades autônomas justificava-se em razão da norma “estabelece[r] disciplina específica que leva em consideração peculiaridades do regime jurídico da incorporação imobiliária e do condomínio edilício, notadamente a proteção de que goza o adquirente da unidade autônoma, nos termos da Lei nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964”.³⁹⁹

A modificação do momento de análise do material publicitário justificou-se em razão da constante alteração do conteúdo da publicidade, culminando na necessidade de retrabalho da área técnica diante de cada modificação,⁴⁰⁰ o que inviabilizava a atuação da CVM.

Quanto à exigência de registro – no lugar do regime de dispensa que vigorava até então –, a CVM explicou que a intensidade e a qualidade da análise exigida pela área técnica para auferir o preenchimento dos requisitos que autorizavam a concessão dispensa era semelhante ao que é exigido para o deferimento do registro de outros valores mobiliários.⁴⁰¹ Dessa forma, por uma questão de isonomia, defendeu-se que aos condo hotéis deveria ser aplicado o regime de registro.⁴⁰²

Superada a análise das justificativas, serão demonstradas, a partir de agora, as modificações trazidas em cada ponto específico. Ademais, o presente estudo pretende fazer constar considerações a cada uma das alterações, sempre em observância à lógica que rege a atuação da CVM, consubstanciada na proteção do investidor e no incentivo ao desenvolvimento e à eficiência do mercado.

399 Comissão de Valores Mobiliários. Edital de Audiência Pública SDM nº 08/16: “Minuta de Instrução que dispõe sobre a oferta pública de distribuição de contratos de investimento coletivo – CIC hoteleiro”. Enviado em 10.11.2016.

400 FGV. V Mesa Redonda da FGV, realizada em 01.12.2016: Condo-Hotel e Legislação do Mercado de Capitais. Disponível em: <https://www.bshinternational.com/sys/download/V-Mesa-Redonda-FGV--Condo-Hotel-e-Legisla--o-de-Mercado-de-Capitais-01.....pdf>.

401 Comissão de Valores Mobiliários. Edital de Audiência Pública SDM nº 08/16: “Minuta de Instrução que dispõe sobre a oferta pública de distribuição de contratos de investimento coletivo – CIC hoteleiro”. Enviado em 10.11.2016.

402 Idem.

1. Aplicação da Instrução CVM nº 602/18 apenas à oferta pública de unidades autônomas

Em seu art. 3º, a Instrução estabeleceu restringiu sua aplicação apenas às ofertas públicas de distribuição de contratos de investimento coletivo envolvendo o esforço de vendas de unidades autônomas.⁴⁰³ A modalidade de investimento de frações continuou, assim, a ser regulada por meio das normas sobre ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários,⁴⁰⁴ tratando-se, aqui, da Instrução CVM nº 400/03 e da Deliberação CVM nº 734/15.

Como já mencionado no início deste estudo, as ofertas públicas de frações ideais do empreendimento não contam com a proteção conferida pela Lei de Condomínios e Incorporações, ao passo em que sobre a oferta de unidades autônomas incide a proteção da Lei de Condomínios e Incorporações, do Código Civil e,⁴⁰⁵ para alguns, também do Código de Defesa do Consumidor.⁴⁰⁶ Como consequência, toda a exigência informacional deriva da regulação da CVM aplicável à oferta de frações ideais.

Apesar disso, a autarquia parece ter estabelecido regulação não isonômica entre as modalidades de oferta de valores mobiliários. Ao constatar que a oferta pública de frações ideais carece de maior proteção, seria adequado que sobre essa incidisse o regime mais protetivo possível.

A CVM, na V Mesa Redonda da FGV acerca de Condo Hotéis e Legislação do Mercado de Capitais, defendeu que foi adotado o regime de registro em decorrência da condição precária dos documentos do pedido de registro enviado à CVM, visando garantir maior segurança e

403 Art. 3º A presente Instrução não se aplica às ofertas públicas de distribuição de contratos de investimento coletivo envolvendo esforços de venda de partes ideais de condomínios voluntários, as quais continuam sujeitas à regulamentação específica da CVM sobre ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

404 Idem.

405 LIMA, Marcelo Machado Costa. Condo-hotéis, assimetrias informacionais e o papel da Comissão de Valores Mobiliários, op. cit., p. 242.

406 RAGIL, Rodrigo Rocha Feres. A regulação das formas de captação coletiva de recursos pela internet mediante emissão de valor mobiliário, op. cit., p. 115.

proteção ao investidor.⁴⁰⁷ Entretanto, a autarquia aplicou o parâmetro de maior tutela e segurança apenas para a modalidade de distribuição de contrato de investimento coletivo hoteleiro a qual, considerada sua natureza, já possui outras proteções legislativas. O modelo mais vulnerável foi deixado à mercê de regras que, **dentro da própria ótica da autarquia**, não seriam tão adequadas e benéficas ao investidor.

A CVM defendeu essa segregação de regime tendo também como justificativa as “... peculiaridades do regime jurídico da incorporação imobiliária e do condomínio edilício”.⁴⁰⁸ Ocorre que, conforme se verá a seguir, a regulação trazida pela Instrução CVM nº 602/18 aproxima-se consideravelmente daquilo que já estava definido na Deliberação CVM nº 734/15. Por isso, compreende-se inadequada a modificação introduzida pela autarquia, seja porque a segregação de regimes é desprotetiva ao investidor mais vulnerável, seja devido à ausência de alteração substancial das regras incidentes aos condo hotéis com a Instrução CVM nº 602/18 que justifique a exclusão do esforço de venda de frações ideais de seu âmbito de incidência.

2. Análise posterior da publicidade

Além disso, a Instrução CVM nº 602/18 previu que não se exige aprovação anterior à distribuição dos valores mobiliários do material publicitário, conforme disposto no art. 22.⁴⁰⁹

Nessa linha, passou-se a facultar ao ofertante a submissão do material publicitário que pretende utilizar à aprovação da área técnica,

407 FGV. V Mesa Redonda da FGV, realizada em 01.12.2016: Condo-Hotel e Legislação do Mercado de Capitais. Disponível em: <https://www.bshinternational.com/sys/download/V-Mesa-Redonda-FGV---Condo-Hotel-e-Legisla--o-de-Mercado-de-Capitais-01.....pdf>.

408 Comissão de Valores Mobiliários. Edital de Audiência Pública SDM nº 08/16: “Minuta de Instrução que dispõe sobre a oferta pública de distribuição de contratos de investimento coletivo – CIC hoteleiro”. Enviado em 10.11.2016.

409 Art. 22. A utilização de material publicitário não depende de prévia aprovação da SRE, sendo o ofertante responsável pela observância das disposições desta Seção.

devendo esse ser apresentado junto ao pedido de registro da oferta.⁴¹⁰ Dessa forma, o controle da publicidade da oferta de valor mobiliário passou a ser *a posteriori*, visto que a CVM pode requerer alterações ou até a cessação da publicidade já veiculada.⁴¹¹

Entretanto, no regime da Deliberação CVM nº 734/2015, o controle do material publicitário da oferta deveria passar, necessariamente, por uma análise prévia e obrigatória da SRE.⁴¹²

Observa-se, portanto, que o novo regime regulatório dos condo hotéis, nesse aspecto da análise do material publicitário, tornou-se menos protetivo ao investidor do que o regime de dispensa de registro. O mesmo entendimento consta no Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 08/16:⁴¹³

Semelhante crítica foi também mencionada na V Mesa Redonda da FGV acerca de Condo Hotéis e Legislação do Mercado de Capitais, oportunidade em que se destacou a inconsistência dessa alteração, reforçando que o processo de amadurecimento que levou à edição da Deliberação CVM nº 734/15 deveria ter sido mantido.⁴¹⁴

410 Art. 22, § 1º É facultado ao ofertante submeter, uma única vez, o material publicitário que pretenda utilizar na oferta à aprovação da SRE, concomitantemente ao pedido de registro da oferta, na forma prevista no art. 6º, VII.

411 § 2º Ainda que tenha autorizado a utilização do material publicitário, a SRE pode, a qualquer momento, por decisão motivada, requerer retificações, alterações ou mesmo a cessação da publicidade.

412 VI – todas as peças do material publicitário da oferta, independentemente do veículo utilizado, devem: a) ser previamente aprovadas pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários.

413 Para aquela entidade [FOHB], a Minuta, ao tratar a oferta do CIC hoteleiro como a de um valor mobiliário tradicional na questão do registro, acaba por revelar-se incongruente, pois ao mesmo tempo introduz a análise a posteriori do material publicitário. [Grifo nosso] (Comissão de Valores Mobiliários. Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 08/16. 27.08.2018. p. 21).

414 FGV. V Mesa Redonda da FGV, realizada em 01.12.2016: Condo-Hotel e Legislação do Mercado de Capitais. Disponível em: <https://www.bshinternational.com/sys/download/V-Mesa-Redonda-FGV---Condo-Hotel-e-Legisla--o-de-Mercado-de-Capitais-01.....pdf>.

3. Regime registrário: da dispensa à obrigatoriedade do registro da oferta

A Instrução CVM nº 602/18, quanto ao regime de registro, passou a estabelecer que deve ser efetuado o registro da oferta pública do contrato de investimento coletivo hoteleiro na autarquia.⁴¹⁵ Ademais, manteve dispensados o registro de emissor de valores mobiliários e a contratação de instituição intermediária (arts. 29 e 14, respectivamente).⁴¹⁶ Também, a nova regulamentação estabeleceu o prazo de trinta e seis meses para a distribuição da oferta pública, podendo ser prorrogado uma única vez por igual período,⁴¹⁷ e, conseqüentemente, determinou a necessidade de cumprimento desse prazo pelo ofertante.

Contudo, ao serem analisadas as previsões da Instrução sobre o registro da oferta e do emissor, bem como a regulamentação acerca da contratação de instituição intermediária e do cumprimento de prazos, percebe-se que a Instrução manteve quase que inalteradas as exigências para a concessão de dispensas antes previstas na Deliberação CVM nº 734/15, o que reforça ainda mais o argumento de inadequação da regulação.

A comparação entre os aspectos presentes nas duas normativas fica evidente a partir da análise das tabelas abaixo:

415 Art. 5º O pedido de registro de oferta pública de distribuição de CIC hoteleiro deve ser requerido pelo ofertante à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SER.

416 Art. 14. Na distribuição pública de CIC hoteleiro realizada nos termos desta Instrução, o ofertante fica dispensado da contratação de instituição intermediária integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários.

Art. 29. A sociedade operadora de empreendimento hoteleiro que for exclusivamente emissora de CIC hoteleiro nos termos desta Instrução é dispensada do registro de emissor de valores mobiliários.

417 Art. 17. A subscrição do CIC hoteleiro objeto da oferta registrada de distribuição deve ser realizada no prazo máximo de 36 (trinta e seis) meses, contado da data de divulgação do anúncio de início de distribuição, admitindo-se uma única prorrogação por igual período, desde que previamente comunicada à SRE.

TABELA 01 – Dos documentos que devem instruir o pedido de registro/dispensa

Deliberação CVM nº 734/15	Instrução CVM nº 602/18
<p>1. prospecto resumido da oferta, contendo, ao menos, as informações previstas no Anexo II;</p> <p>2. estudo de viabilidade econômica do empreendimento hoteleiro, elaborado por profissional ou empresa independente e que contenha, ao menos, as informações previstas no Anexo III;</p> <p>3. modelo de declaração do investidor elaborado de acordo com o Anexo I;</p> <p>4. modelos de todos os instrumentos contratuais que compõem o CIC;</p> <p>5. declaração, assinada por no mínimo dois sócios, dois diretores estatutários, no caso de um único ofertante, ou um sócio e um diretor estatutário de cada um dos ofertantes [inclui incorporadora e administradora hoteleira], devidamente qualificados, de que as informações fornecidas ao público investidor durante a oferta são verdadeiras, consistentes, completas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta; e</p> <p>6. certidão de ônus reais do imóvel dentro do prazo de validade.</p> <p>Quanto ao material publicitário, são também impostas exigências:</p> <p>VI – todas as peças do material publicitário da oferta, independentemente do veículo utilizado, devem:</p> <p>a) ser previamente aprovadas pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários;</p> <p>b) fazer referência expressa de que se trata de material publicitário;</p> <p>[...]</p> <p>d) conter os endereços completos das páginas na rede mundial de computadores onde estarão disponíveis as informações previstas no inciso V, alíneas "b" e "e", e no inciso VII, alíneas "a" e "b";</p>	<p>I – prospecto da oferta, contendo, ao menos, as informações previstas no Anexo 6-I;</p> <p>II – estudo de viabilidade econômica e financeira do empreendimento hoteleiro, elaborado por profissional ou empresa independente e que contenha, ao menos, as informações previstas no Anexo 6-II;</p> <p>III – modelo de declaração do investidor elaborado de acordo com o Anexo 6-III;</p> <p>IV – modelos de todos os instrumentos contratuais que compõem o CIC hoteleiro;</p> <p>V – declaração de acordo com o Anexo 6-V [declaração do ofertante de que as informações são verdadeiras e suficientes e permitem que o investidor tome conhecimento do empreendimento e dos riscos], assinada pelos administradores do ofertante, devidamente qualificados;</p> <p>VI – declaração de acordo com o Anexo 6-VI [declaração da operadora do empreendimento, no mesmo sentido da do ofertante], assinada pelos administradores da sociedade operadora do empreendimento hoteleiro, devidamente qualificados;</p> <p>VII – material publicitário a ser utilizado na oferta, se houver;</p> <p>VIII – comprovante do pagamento da taxa de fiscalização dos mercados de títulos e valores mobiliários, relativa ao registro de emissão [a Taxa não é exigida quando da dispensa do registro];</p> <p>IX – minuta de anúncio de início de distribuição, o qual deve conter, no mínimo, as informações previstas no Anexo 6-IX;</p> <p>X – minuta de anúncio de encerramento de distribuição, o qual deve conter, no mínimo, as informações previstas no Anexo 6-X;</p> <p>XI – certidão dentro do prazo de validade, emitida pelo cartório do Registro Geral de Imóveis em que se encontra matriculado o imóvel, que permita a identificação do proprietário atual e a existência de ônus ou gravames; e</p> <p>XII – endereço da página do empreendimento na rede mundial de computadores.</p>

TABELA 02 – Da dispensa de contratação de instituição intermediária

DELIBERAÇÃO CVM Nº 734/15	INSTRUÇÃO CVM Nº 602/18
<p>II – delegar à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários a competência para dispensar, observadas as condições previstas nesta Deliberação, os seguintes requisitos estabelecidos nas normas que regulamentam as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários:</p> <p>[...]</p> <p>c) contratação de instituição intermediária integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, nos termos do art. 2º, § 3º, inciso III da Lei nº 6.385, de 1976, e art. 3º, § 2º da Instrução CVM nº 400, de 2003; e [...].</p>	<p>Art. 14. Na distribuição pública de CIC hoteleiro realizada nos termos desta Instrução, o ofertante fica dispensado da contratação de instituição intermediária integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários.</p>

TABELA 03 – Da dispensa de registro de emissor

DELIBERAÇÃO CVM Nº 734/15	INSTRUÇÃO CVM Nº 602/18
<p>II – delegar à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários a competência para dispensar, observadas as condições previstas nesta Deliberação, os seguintes requisitos estabelecidos nas normas que regulamentam as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários:</p> <p>[...]</p> <p>b) registro de emissor de valores mobiliários de que trata o art. 21 da Lei nº 6.385, de 1976;</p>	<p>Art. 29. A sociedade operadora de empreendimento hoteleiro que for exclusivamente emissora de CIC hoteleiro nos termos desta Instrução é dispensada do registro de emissor de valores mobiliários.</p>

TABELA 04 – Dos deveres enquanto perdurar a distribuição

DELIBERAÇÃO CVM Nº 734/15	INSTRUÇÃO CVM Nº 602/18
<p>a) colocar à disposição do público, em página na rede mundial de computadores, os documentos referidos no inciso IV, alínea "a", acima [prospecto, estudo de viabilidade econômica, modelos dos contratos do CIC, declaração do investidor, declaração da incorporadora e operadora hoteleira e certidão de ônus reais do imóvel];</p> <p>b) obter dos adquirentes do CIC, por escrito, a declaração de que trata o Anexo I [declaração que tem as informações necessárias sobre o empreendimento e expertise e conhecimento em finanças];</p> <p>c) fornecer cópia do prospecto resumido aos corretores de imóveis que participam da intermediação da oferta; e</p> <p>[...]</p> <p>e) atualizar anualmente o estudo de viabilidade econômica e o prospecto resumido e colocar as respectivas atualizações à disposição do público em página na rede mundial de computadores;</p>	<p>I – colocar à disposição do público, na página do empreendimento, os documentos referidos no art. 6º, incisos I, II, IV, V e VI [prospecto, estudo de viabilidade, modelos dos contratos do CICs, declaração da incorporadora e da operadora hoteleira];</p> <p>II – fornecer cópia atualizada do prospecto e do estudo de viabilidade econômica e financeira do empreendimento aos corretores de imóveis que participam da distribuição;</p> <p>III – obter dos aceitantes da oferta, por escrito, a declaração prevista no Anexo 6-III [declarando que tem as informações necessárias sobre o empreendimento];</p> <p>IV – atualizar, anualmente, a partir do registro da oferta, os documentos referidos no art. 6º, incisos I, II, e V, colocando a respectiva atualização à disposição do público na página do empreendimento [prospecto, estudo de viabilidade e declaração da incorporadora]; e</p> <p>V – obter, anualmente, a partir do registro da oferta, a declaração da operação da operadora do empreendimento hoteleiro, na forma prevista no art. 6º, VI, referente à atualização dos documentos referidos no art. 6º, I e II [prospecto e estudo de viabilidade].</p>

TABELA 05 – Das características das informações prestadas

DELIBERAÇÃO CVM Nº 734/15	INSTRUÇÃO CVM Nº 602/18
<p>e) conter informações verdadeiras, consistentes, completas suficientes e que não induzam o investidor a erro;</p> <p>f) ser escritas em linguagem simples, clara, objetiva, serena e moderada;</p> <p>g) advertir os leitores para os riscos do investimento; e</p>	<p>Art. 18. As informações divulgadas sobre a oferta, durante todo o período da distribuição, devem ser:</p> <p>I – verdadeiras, completas, consistentes e não podem induzir o investidor a erro;</p> <p>II – escritas em linguagem simples, clara, objetiva, serena e moderada; e</p> <p>III – úteis à avaliação do CIC hoteleiro e, em especial, dos riscos do investimento.</p>

TABELA 06 – Do alerta no material publicitário

DELIBERAÇÃO CVM Nº 734/15	INSTRUÇÃO CVM Nº 602/18
<p>"A presente oferta foi dispensada de registro pela CVM. A CVM não garante a veracidade das informações prestadas pelo ofertante nem julga a sua qualidade ou a dos valores mobiliários ofertados. Antes de aceitar a oferta leia com atenção o estudo de viabilidade e o prospecto resumido, em especial a seção fatores de risco disponíveis no site www.xxxxxxx.com.br";</p>	<p>§ 1º O material publicitário deve fazer referência expressa de que se trata de material publicitário e conter em destaque a seguinte advertência: "A presente oferta trata de investimento em valores mobiliários, e não apenas da aquisição de imóvel. Antes de aceitar a oferta, leia com atenção o Prospecto, em especial a seção Fatores de Risco, e o Estudo de Viabilidade Econômica e Financeira do empreendimento hoteleiro".</p>

TABELA 07 – Do direito de retratação

DELIBERAÇÃO CVM Nº 734/15	INSTRUÇÃO CVM Nº 602/18
c) direito de retratação: possibilidade de o investidor revogar a sua decisão de adquirir o CIC distribuído sem o registro de que trata a Instrução CVM nº 400, de 2003, ou sem a concessão de dispensa nos termos desta Deliberação.	Art. 36. Se, no curso da análise de pedido de registro de oferta, a SRE constatar que CIC hoteleiro do mesmo empreendimento hoteleiro foi distribuído após 18 de abril de 2016 sem registro ou dispensa de registro da CVM, o registro somente será deferido mediante a demonstração, pelo ofertante, de que o direito de retratação foi assegurado aos aceitantes da oferta irregular.

Dessa comparação verifica-se que a Instrução CVM nº 602/18 regulou, em diversos aspectos essenciais à proteção do investidor, de forma semelhante ao que já tinha sido definido nos parâmetros das primeiras decisões sobre o tema, as quais optavam pelo modelo da dispensa do registro da oferta.

Quanto aos documentos que instruem o pedido e às obrigações dos ofertantes enquanto perdurar a oferta, verifica-se que, nas duas normativas, persistem as exigências de disponibilização dos documentos que garantam que o investidor conheça as particularidades do empreendimento, bem como os riscos atinentes ao negócio. Ambas também exigem que o investidor declare estar ciente desses fatores.

Ainda no que tange à proteção do investidor, verifica-se a obrigação de disponibilização de informações verdadeiras, consistentes e suficientes, expressas em linguagem clara e objetiva, sem que possam induzir o investidor a erro.⁴¹⁸ Inclusive, há a obrigatoriedade de que o

418 *Deliberação CVM nº 734/2015*: VI – todas as peças do material publicitário da oferta, independentemente do veículo utilizado, devem: [...]e) conter informações verdadeiras, consistentes, completas suficientes e que não induzam o investidor a erro; f) ser escritas em linguagem simples, clara, objetiva, serena e moderada; g) advertir os leitores para os riscos do investimento; e [...]. *Instrução CVM nº 602/18*: Art. 18. As informações divulgadas sobre a oferta, durante todo o período da distribuição, devem ser: I – verdadeiras, completas, consistentes e não podem induzir o investidor a erro; II – escritas em linguagem simples, clara, objetiva, serena e moderada; e III – úteis à avaliação do CIC hoteleiro e, em especial, dos riscos do investimento.

material publicitário alerte o investidor para a leitura dos documentos que o informam acerca do investimento.⁴¹⁹

A Deliberação e a Instrução igualmente oferecem ao investidor o direito de retratação, caso esse tenha aceitado a oferta do contrato de investimento coletivo hoteleiro no momento em que a oferta ainda não havia sido adequadamente dispensada ou registrada, conforme seja o regime vigente na época da aceitação.⁴²⁰

Tendo isso em vista, a despeito da semelhança apontada, a justificativa da autarquia para essa alteração é a intensidade da análise técnica exigida pela SRE quando da verificação dos requisitos para o deferimento das dispensas.

Ocorre que, em atenção também ao próprio objetivo da exigência de registro, a opção pelo registro da oferta pública, contida no art. 19 da Lei nº 6.385/76, está intrinsecamente associada ao cumprimento das finalidades que regem a atuação da CVM, descritas no art. 4º do mesmo dispositivo legal. Ao mesmo tempo, conforme previsto no art. 4º da ICVM 400/03, o critério que autoriza o deferimento da dispensa da oferta pública baseia-se nas características da oferta, observado, na literalidade do art. 19, §5º, da Lei nº 6.385/76, o interesse do público investidor.⁴²¹

Desse cenário extraem-se duas considerações. Em primeiro lugar, já se demonstrou que a proteção ao investidor, por via da informação adequada, e a confiabilidade e a eficiência do mercado – objetivos da regulação previstas no art. 4º da Lei nº 6.385/76 –, foram

419 Idem.

420 *Deliberação CVM nº 734/2015*: [...] c) direito de retratação: possibilidade de o investidor revogar a sua decisão de adquirir o CIC distribuído sem o registro de que trata a Instrução CVM nº 400, de 2003, ou sem a concessão de dispensa nos termos desta Deliberação. *Instrução CVM nº 602/18*: Art. 25. Parágrafo único. Na hipótese prevista no art. 24, inciso II, o direito de retratação deve ser franqueado exclusivamente aos investidores que aceitaram a oferta no período compreendido entre a divulgação do material publicitário irregular e a sua devida retificação.

421 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.

observadas quando do estabelecimento do regime de dispensa previsto na Deliberação CVM nº 734/15.

Em segundo, em razão da diferença de tratamento do investidor de frações ideais e da previsão de análise posterior da publicidade, contidas na Instrução CVM nº 602/18, bem como da imposição de taxa de fiscalização por ocasião registro previsto na Instrução, os objetivos da regulação podem não ter sido alcançados com a nova normativa.

Isso porque a mudança referente ao momento e à obrigatoriedade da análise do material publicitário significou piora na garantia de proteção ao investidor, inconsistente com a adoção de um regime de registro que se pauta, justamente, no controle das informações divulgadas a fim de propiciar eficiência e confiabilidade ao mercado. Mais ainda, o novo regime também resultou em desproteção à classe de investidores mais suscetíveis aos riscos do mercado, ou seja, aqueles que venham a adquirir as frações ideais dos empreendimentos. Isso porque, a Instrução CVM nº 602/18 aplica-se somente aos adquirentes de unidades autônomas.

Quanto à de fiscalização dos mercados de títulos e valores mobiliários, prevista na Lei nº 7.940/89, essa deve ser paga trimestralmente e é calculada com base no patrimônio líquido do contribuinte. O valor máximo a que referida taxa pode chegar é de R\$ 317.314,36 (trezentos e dezessete mil, trezentos e quatorze reais e trinta e seis centavos) por registro (observação n. 02 da Portaria nº 493/2017). O acréscimo desse montante a ser pago pelos incorporadores pode culminar na inviabilidade do empreendimento, que já conta com custos de consultoria jurídica, estruturação da oferta, despesas com publicidade e com o próprio soerguimento do condo hotel.⁴²²

422 FGV. V Mesa Redonda da FGV, realizada em 01.12.2016: Condo-Hotel e Legislação do Mercado de Capitais. Disponível em: <https://www.bshinternational.com/sys/download/V-Mesa-Redonda-FGV---Condo-Hotel-e-Legisla--o-de-Mercado-de-Capitais-01.....pdf>.

Considerando ser o objetivo da CVM regular o mercado, garantindo eficiência e provendo confiabilidade,⁴²³ a nosso ver Instrução não caminha no sentido de realização dessas finalidades.

Ao contrário, a regulação atingiria esses objetivos ao desenvolver um ambiente em que o investidor receberia informações de qualidade e em quantidade adequada à tomada de decisão de investimento informada e consciente.⁴²⁴ Ocorre que destoa dessa lógica o afastamento da exigência de prévia submissão do material publicitário ao controle da CVM e a aplicação da Instrução justificada pela autarquia como mais protetiva somente aos investidores mais vulneráveis, porque envolvidos com oferta pública de frações ideais.

No mais, o regime de registro instituído pela Instrução pode desincentivar o mercado de condo hotéis, impedindo o acesso de empreendimentos de menor porte, ou localizados em cidades também de menor expressão, em razão do estabelecimento de mais uma despesa necessária para o registro da oferta pública.

Ao final, o que se verifica é o estabelecimento de uma regulação excessivamente semelhante em se tratando de procedimentos distintos. Por isso, ao estruturar o registro da oferta pública dos condo hotéis mediante utilização de deveres, conceitos e regras muito próximas ao regime anterior, pautado na dispensa, entende-se que a Instrução CVM nº 602/18 ficou no meio termo entre as duas modalidades.⁴²⁵ Como consequência, faltou à opção do registro, veiculada através da nova Instrução, uma regulamentação mais específica às características do regime escolhido, com dispositivos coerentes entre si.⁴²⁶

423 JACOBI, Karin Bergit. RIBEIRO, Márcia Carla Pereira. A análise econômica do direito e a regulação do mercado de capitais. São Paulo: Editora Atlas S.A, 2014, p. 106.

424 Relembre-se que o mercado de condo hotéis passou a ser regulado pela autarquia somente em 2013 e, nos anos subsequentes, aderiu à dispensa de registro com garantias informacionais, seguindo um caminho de consolidação deste modelo, verificado na uniformidade da jurisprudência sobre o tema.

425 FGV. V Mesa Redonda da FGV, realizada em 01.12.2016: Condo-Hotel e Legislação do Mercado de Capitais. Disponível em: <https://www.bshinternational.com/sys/download/V-Mesa-Redonda-FGV---Condo-Hotel-e-Legisla--o-de-Mercado-de-Capitais-01.....pdf>.

426 Idem.

CONCLUSÃO

Desde o início da regulamentação dos condo hotéis no âmbito da CVM, em 2013, o modelo utilizado foi o da dispensa do registro da oferta pública, juntamente com a dispensa de registro de emissor, de cumprimento dos prazos da oferta e de contratação de instituição intermediária. A dispensa, da forma como foi estruturada, garantia a necessária tutela ao investidor, assegurando que as informações divulgadas fossem claras, suficientes e aptas a garantir que o investidor estivesse devidamente informado sobre o negócio e sobre os riscos a ele atinentes.

A Deliberação CVM nº 734/15, nesse sentido, dispunha de diversos elementos que possibilitavam que o mercado de condo hotéis se desenvolvesse de forma eficiente e confiável.

Em 2018, a CVM, mediante edição da Instrução CVM nº 602/18, alterou o modelo de regulação previsto para as ofertas públicas de distribuição de contratos de investimento coletivo hoteleiro, ao adotar a obrigatoriedade do registro da oferta pública e do cumprimento dos prazos da oferta previstos na Instrução.

Buscou-se demonstrar ao longo do estudo que as disposições da Instrução CVM nº 602/18 são semelhantes às normas da antiga Deliberação sobre o tema. Ademais, aquilo que a Instrução CVM nº 602/18 normatizou de forma diversa propiciou, em verdade, retrocesso no que tange à tutela do investidor, consequência incompatível com os objetivos que justificam a atuação da autarquia.

As regras da Instrução CVM nº 602/18 não são, a nosso ver, adequadas às finalidades de sua edição, tendo em vista que a Instrução se posicionou entre dois sistemas diversos, com normas similares às antigas, originadas do sistema de dispensa, bem como contemplou disposições prejudiciais ao investidor e ao mercado. Esse tratamento cria desincentivo a investidores, incorporadores e operadores hoteleiros e inibe o uso dessa modalidade de captação de recursos.

Conclui-se, portanto, ser pertinente a revisão do marco regulatório das ofertas públicas de contratos de investimento coletivo

hoteleiro para o fim de refletir acerca das inconsistências verificadas, em especial buscando a desproteção do investidor e o desincentivo do mercado de condo hotéis.

REFERÊNCIAS

ARAÚJO, Danilo Borges dos Santos Gomes (Org.). Regulação brasileira do mercado de capitais (coleção direito desenvolvimento justiça). São Paulo: Saraiva, 2015.

BORBA, Gustavo Tavares. BORBA, Rodrigo TAVARES. ALMEIDA, José Gabriel Assis de (Org.). Comissão de Valores Mobiliários: Precedentes Comentados. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2020.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. CVM alerta para ofertas irregulares de investimento em empreendimentos imobiliários. 12 de dezembro de 2013. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-alerta-para-ofertas-irregulares-de-investimento-em-empreendimentos-imobiliarios-e37fd0a6fd4c4f-55958d899e693669b5>. Acesso em: 17 mar. 2021.

----- . Comissão de Valores Mobiliários. Deliberação CVM nº 734/15, de 17 de março de 2015. Delega competência à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários para conceder dispensas em ofertas públicas de distribuição de contratos de investimento coletivo no âmbito de projetos imobiliários vinculados à participação em resultados de empreendimento hoteleiro, nas hipóteses que especifica. Rio de Janeiro, RJ: Comissão de Valores Mobiliários, [2015]. Disponível em: [file:///C:/Users/Acer/Downloads/deli734consolid%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/Acer/Downloads/deli734consolid%20(1).pdf). Acesso em: 27 fev. 2021.

----- . Comissão de Valores Mobiliários. Direito do mercado de valores mobiliários. 1. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/portal-doinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro_top_Direito.pdf. Acesso em: 08 ago. 2021.

----- . Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 400/03, de 29 de dezembro de 2003. Dispõe sobre as ofertas públicas

de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988. Rio de Janeiro, RJ: Comissão de Valores Mobiliários [2003]. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>. Acesso em: 27 fev. 2021.

----- . Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 476/09, de 16 de janeiro de 2009. Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. Rio de Janeiro, RJ: Comissão de Valores Mobiliários [2009]. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst476.html>. Acesso em: 27 fev. 2021.

----- . Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 602/18, de 27 de agosto de 2018. Dispõe sobre a oferta pública de distribuição de contratos de investimento coletivo hoteleiro. Rio de Janeiro, RJ: Comissão de Valores Mobiliários [2018]. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst602.html>. Acesso em: 27 fev. 2021.

----- . Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo CVM nº RJ2014/1503. Pedido de Dispensa de Registro de Oferta Pública de Distribuição de Valores Mobiliários. Artigo 4º da Instrução CVM nº 400/03. Arpoador Fashion Hotel Empreendimento SPE Ltda. e a Incortel Vitória Consultoria e Hotelaria Ltda. Proc. RJ2014/1503. Relator: Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE), 30 de abril de 2014. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2014/9100-0.pdf>. Acesso em: 20 abr. 2021.

----- . Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo CVM nº RJ2014/6202. Pedido de Dispensa de Registro de Oferta Pública de Distribuição de Valores Mobiliários. Art. 4º Da Instrução CVM 400/2003. Bavete Empreendimentos Imobiliários Ltda. Proc.

RJ2014/6202. Relator: Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE), 29 de outubro de 2014. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/decisooes/2014/20141029_R2/20141029_D04.html. Acesso em: 20 abr. 2021.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo CVM nº RJ2014/6342. Pedido de Dispensa de Registro de Oferta Pública de Distribuição de Valores Mobiliários. Art. 4º Da Instrução CVM 400/2003. SPE STX 25 Desenvolvimento Imobiliário S.A. Proc. RJ2014/6342. Relator: Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE), 12 de agosto de 2014. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/decisooes/2014/20140812_R1/20140812_D03.html. Acesso em: 20 abr. 2021.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo CVM nº RJ2014/5323. Pedido de Dispensa de Registro de Oferta Pública de Distribuição de Valores Mobiliários. Art. 4º Da Instrução CVM 400/2003. Odebrecht Realizações Rj 04. Empreendimento Imobiliário Ltda. Proc. RJ2014/5323. Relator: Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE), 02 de setembro de 2014. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/decisooes/2014/20140902_R1/20140902_D22.html. Acesso em: 20 abr. 2021.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo CVM nº RJ2014/10089. Pedido de Dispensa de Registro de Oferta Pública de Distribuição de Valores Mobiliários. Art. 4º Da Instrução CVM 400/2003. SEI Tatuapé Empreendimento Imobiliário SPE LTDA. Proc. RJ2014/10089. Relator: Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE), 03 de fevereiro de 2015. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/decisooes/2015/20150203_R1/20150203_D9557.html. Acesso em: 20 abr. 2021.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo CVM nº 2015/2080. Minuta de Deliberação. Dispensa em Ofertas Públicas de Distribuição de Contratos de Investimento Coletivo no

âmbito de projetos imobiliários. Proc. RJ2015/2080. Relator: Diretor Pablo Waldemar Renteria, 17 de março de 2015. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/decisooes/2015/20150317_R1/20150317_D9602.html. Acesso em: 20 abr. 2021.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo CVM nº 19957.005730/2016-00. Recurso contra exigência da Superintendência de Registros de Valores Mobiliários – SRE em Processo de Dispensa de Registro de Oferta Pública de Contratos de Investimento Coletivo (CIC) em Condo-Hotéis. Interessados: MH INN Empreendimentos Imobiliários SPE Ltda. e Atlântica Hotels International (Brasil) Ltda. Relator: Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes, 01 de novembro de 2016. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/2016/20161101/0350.pdf>. Acesso em: 20 abr. 2021.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Edital de Audiência Pública SDM nº 08/16. Minuta de Instrução que dispõe sobre a oferta pública de distribuição de contratos de investimento coletivo – CIC hoteleiro. 10 de novembro de 2016. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2016/sdm0816edital.pdf. Acesso em: 20 abr. 2021.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 08/16. Minuta de Instrução que dispõe sobre a oferta pública de distribuição de contratos de investimento coletivo – CIC hoteleiro. 27 de agosto de 2018. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2016/sdm0816.html. Acesso em: 20 abr. 2021.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: Fundamentos e Princípios, 1979. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/galerias/arquivos-historias-interativas/RegulacaoDoMercadoDeValoresMobiliarios.pdf>. Acesso em: 07 ago. 2021.

-----Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo CVM nº 19957.006485/2016-40. Pedido de Dispensa de Registro e de Requisitos de Oferta Pública de Contratos de Investimento Coletivo. Residencial Cunha Horta Empreendimentos e Participações LTDA. e outro. Proc. SEI 19957.006485/2016-40. Relator: Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE), 21 de fevereiro de 2017. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2017/20170221_R1/20170221_D0583.html. Acesso em: 20 abr. 2021.

-----Comissão de Valores Mobiliários. Memorando nº 35/2018-CVM/SRE/GER-2. Consulta sobre a aplicabilidade da Instrução CVM nº 602/2018 de 20/8/2018 (“ICVM 602”) às ofertas públicas de distribuição de contratos de investimento coletivo envolvendo esforços de venda de partes ideais de unidades autônomas de condomínios edilícios - Processo SEI nº 19957.009425/2018-41. 25 de outubro de 2018. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2018/20181030/1203.pdf>. Acesso em 25 mar. 2020. Acesso em: 20 abr. 2021.

-----Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.008081/2016-91. Oferta pública de contratos de investimento coletivo referentes a empreendimentos hoteleiros, sem a obtenção do registro previsto no art. 19da 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. 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. Relator: Diretor Gustavo Borba, 07 de agosto de 2018. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/RJ20168347.pdf>. Acesso em: 20 abr. 2021.

----- . Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, DF: Presidência da República, [1976]. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 03 mar. 2020.

CÂMARA, Paulo. Manual de Direito dos Valores Mobiliários. 2ª Edição. Coimbra: Almedina, 2011.

CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (Coord.). Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

DUBEUX, Júlio Ramalho. Registro na CVM não garante o sucesso do investimento: precedente judicial no “Caso Boi Gordo”. Portal do Investidor, 2007. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/entrevistas/Arquivos/AlexandrePinheiro/Registro_na_CVM_nxo_garante_o_sucesso_do_investimento.PDF. Acesso em: 11 nov. 2020.

DZIK, Andrea Bovino. A natureza sui generis do contrato de investimento coletivo hoteleiro e a competência da CVM sobre a matéria. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, vol. 84/2019, abr-jun/2019.

EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna B. PARENTE, Flávia HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais: regime jurídico. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

EMERY, Rafaela de Souza. Ofertas de Investimento no Setor Hoteleiro. 2015. Monografia (Graduação em Direito). Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2015.

FGV. II Mesa Redonda FGV: Condo-Hotel e Legislação de Mercado de Capitais, 2014, Rio de Janeiro, RJ. Atas... Rio de Janeiro, RJ. Faculdade Getúlio Vargas, 2016. Disponível em: <https://silo.tips/download/>

ii-mesa-redonda-fgv-condo-hotel-e-legislacao-de-mercado-de-capitais. Acesso em: 20 ago. 2021.

FGV. IV Mesa Redonda da FGV, realizada em 24.09.2015: Condo-Hotel e Legislação do Mercado de Capitais. Disponível em: <https://bshinternational.com/bsh-travel-research/>. Acesso em: 20 ago. 2021.

FGV. V Mesa Redonda FGV: Condo-Hotel e Legislação de Mercado de Capitais, 2016, Rio de Janeiro, RJ. Atas... Rio de Janeiro, RJ. Faculdade Getúlio Vargas, 2016. Disponível em: <https://docplayer.com.br/50058484-V-mesa-redonda-fgv-condo-hotel-e-legislacao-de-mercado-de-capitais.html>. Acesso em: 20 abr. 2021.

HANSZMANN, Felipe (Org). Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais, vol. IV. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019.

JACOBI, Karin Bergit. RIBEIRO, Márcia Carla Pereira. A análise econômica do direito e a regulação do mercado de capitais. São Paulo: Editora Atlas S.A, 2014.

KALANSKY, Daniel; LORIA, Eli. Processo Sancionador e Mercado de Capitais IV: Estudos de Casos e Tendências; Julgamentos da CVM - 2018. Quartier Latin: São Paulo, 2018.

LIMA, Marcelo Machado Costa. Condo-hotéis, assimetrias informacionais e o papel da Comissão de Valores Mobiliários, Revista EMERJ, Rio de Janeiro, v. 23, n. 1, jan-mar/2021.

MASAGÃO, Roberto Penteado. O condomínio edilício aplicado aos empreendimentos hoteleiros: “condohotel”. São Paulo: Ícone, 2004.

_____. Direito dos valores mobiliários, vol. 01, tomo 01. Rio de Janeiro: FGV, 2015.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. Direito dos valores mobiliários, vol. 01, tomo 02. Rio de Janeiro: FGV, 2015.

NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. Contratos de investimento coletivo denominados de condo-hotéis. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, vol. 77/2017, jul-set/2017.

PITTA, André Grunspun. O regime de informação das companhias abertas. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

RAGIL, Rodrigo Rocha Feres. A regulação das formas de captação coletiva de recursos pela internet mediante emissão de valor mobiliário. 2017. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade Federal de Minas Gerais, Minas Gerais, 2017.

TRINDADE, Marcelo Fernandez. Oferta ao público de unidades autônomas de empreendimento imobiliário. Não caracterização como emissão ou oferta pública de valores mobiliários. Revista Brasileira de Direito Civil – RBDCivil, Belo Horizonte, vol. 11, p. 117-142, jan./mar. 2017.

WALD, Arnaldo. Direito civil: direito das coisas, vol. 4. 12. ed. São Paulo: Saraiva, 2009.

----- GONÇALVES, Fernando. SOARES DE CASTRO, Moema Augusta (Coord.). FREITAS, Bernardo Vianna. CARVALHO, Mário Tavernard Martins de (Org.). Sociedades Anônimas e Mercados de Capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de capitais: fundamentos e desafios. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

YAZBEK, Otavio. Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.